

Tussen *societas* en *universitas*

De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief

Omslagontwerp: H2R+ creatieve communicatie bv

ISBN 978-90-13-12042-4

ISBN 978-90-13-12043-1 (E-book)

NUR 827-715

© 2014, J.M. de Jongh

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)-overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen. Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of kunt u opvragen bij onze klantenservice.

Tussen *societas* en *universitas*

De beursvennootschap en haar aandeelhouders
in historisch perspectief

Between *Societas* and *Universitas*

The listed company and its shareholders in historical perspective

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de Rector Magnificus

prof.dr. H.A.P. Pols

en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden
op donderdag 23 januari 2014 om 15.30 uur

door

Johan Matthijs de Jongh
geboren te Amsterdam



SAMENSTELLING PROMOTIECOMMISSIE:

Promotoren: prof.mr. L. Timmerman
 prof.mr. J.H.A. Lokin

Overige leden: prof.mr. B.F. Assink
 prof.mr. M.J. Kroeze
 prof.mr. L.C. Winkel

Aan mijn vrouw en kinderen

Die Funktion der Generalversammlung ist hauptsächlich eine negative und zwar wenig komplizierte; sie besteht darin, daß wenn zwischen der Handlungsweise der Direktion und den Interessen der Massen der Aktionäre eine wesentliche Disharmonie entsteht, die Generalversammlung dagegen durch Grollen und Empörung reagiert.
Petrażycki 1906, 191

Die lebendige Gegenwart hat ihre eigenthümlichen Ansprüche, und sie soll weder durch den Willen der Vergangenheit unbedingt gebunden, noch dem Interesse der Zukunft geopfert werden. Aber sie soll ihre vorübergehende Herrschaft über dauernde Güter und Zwecke mit Weisheit und Mäßigung ausüben, nicht aus Beschränktheit und Selbstsucht den nachfolgenden Geschlechtern die Mittel eines erfreulichen Zustandes entziehen.
Savigny 1840, § 97

Voorwoord

Dit boek bevat het promotie-onderzoek waarop Matthijs de Jongh op 23 januari 2014 is gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Als promotoren traden op prof.mr. L. Timmerman en prof.mr. J.H.A. Lokin.

In zijn proefschrift onderzoekt De Jongh de verhouding tussen aandeelhouders en de beurs-NV in historisch perspectief. Aangezien aandeelhouders een centrale rol spelen in de vennootschap, biedt een studie naar de rol van aandeelhouders een geschikte invalshoek om het inzicht te verdiepen in de rijke geschiedenis van de Nederlandse kapitaalvennootschap. De Jongh analyseert hoe de zeggenschapsverhoudingen in de loop van de eeuwen zijn ontwikkeld. Daarbij plaatst hij het vennootschapsrecht in zijn maatschappelijke en economische context.

De Jongh laat zien hoe door de eeuwen is teruggegrepen op twee van oorsprong romeinsrechtelijke rechtsvormen: *societas* (maatschap) en *universitas* (corporatie). Deze rechtsvormen zijn in veel opzichten elkaars tegenpool. Binnen de *societas* kwam veel betekenis toe aan het belang van individuele vennoten, terwijl bij de *universitas* eerder het collectieve belang van de organisatie voorop stond. Zo symboliseren deze rechtsvormen een problematiek die in de loop van de geschiedenis telkens in andere gedaante naar voren komt: de belangentegenstelling tussen (individuele) aandeelhouders en de vennootschap. Dergelijke belangenconflicten speelden bijvoorbeeld in 1622 tijdens het conflict tussen VOC en bewindhebbers, bij de invoering van een beschermingsconstructie door Koninklijke Olie in 1898 en toen aandeelhoudersactivisten in 2007 aandrongen op de splitsing van Stork.

Dit boek is niet louter rechtshistorisch. De Jongh onderwerpt de invloedrijke *agency*-theorie aan een kritische analyse en doet voorstellen om kortetermijngedrag van aandeelhouders tegen te gaan.

In het slothoofdstuk behandelt hij de belangentegenstelling tussen individuele aandeelhouders en het vennootschapsbelang vanuit eigentijds perspectief. Weliswaar kunnen aandeelhouders het initiatief nemen dankzij het agenderings- en convocatierecht en het benoemings- en ontslagrecht, deze rechten doen niet af aan de autonomie van het bestuur. In de regel ligt het initiatief bij het bestuur en keuren aandeelhouders voorstellen van het bestuur goed of af. Met een voornamelijk reactieve uitoefening van zeggenschap door beursaandeelhouders wordt een evenwicht bereikt tussen de legitieme belangen van aandeelhouders en het belang van de beurs-NV bij een slagvaardig bestuur, zo betoogt De Jongh. In geval van conflict vervullen de redelijkheid en billijkheid, in te vullen

VOORWOORD

aan de hand van het evenredigheidsbeginsel, een belangrijke rol bij het vinden van een oplossing die recht doet aan alle betrokken belangen.

In dit veelzijdige boek legt De Jongh tal van onbekende episodes van de vennootschapsgeschiedenis bloot. Tegelijk maakt hij op toegankelijke wijze de verbinding met het huidige recht. Met genoegen nemen wij dit proefschrift op in de reeks van uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht.

M.J. Kroeze
J.B. Wezeman

Verkorte inhoudsopgave

(verwezen wordt naar paginanummers)

<i>Voorwoord</i>	VII
<i>Afkortingen</i>	XIX
Inleiding en analytisch kader.	XXI
Deel I: Wortels van de kapitaalvennootschap	1
Hoofdstuk 1. <i>Societas</i> en <i>universitas</i>	3
Deel II: De actiëncompagnie	57
Hoofdstuk 2. De handelscompagnieën uit de 17 ^e eeuw en hun participanten	59
Hoofdstuk 3. ‘Privatisering’ van de actiëncompagnie in de 18 ^e eeuw	133
Deel III: De open kapitaalvennootschap in de 19^e eeuw	165
Hoofdstuk 4. Het vennootschapsrecht gecodificeerd: 1800–1838	167
Hoofdstuk 5. De broedplaats van het moderne vennootschapsrecht: 1838–1910	199
Deel IV: Oligarchie en groei van de onderneming	265
Hoofdstuk 6. Oligarchie en wetsherziening: 1900–1928	267
Hoofdstuk 7. Nieuwe perspectieven op vennootschap en onderneming: 1929–1971	295
Hoofdstuk 8. De bodem bereikt: 1971–1985	367
Deel V: Onder rechtseconomisch gesternte	381
Hoofdstuk 9. Aandeelhouders herwinnen terrein: 1985–2013	383
Hoofdstuk 10. Tussen <i>societas</i> en <i>universitas</i> in de moderne kapitaalmarkt	471
Conclusie en slotbeschouwing	541
Summary and concluding observations	555
<i>Literatuurlijst</i>	569
<i>Trefwoordenregister</i>	637
<i>Jurisprudentieregister</i>	643
<i>Bijlage I. De société anonyme in de Code de Commerce (1807)</i>	647
<i>Bijlage II. De NV in het Wetboek van Koophandel (1838)</i>	649
<i>Bijlage III. Ontwerp Jolles (1871), § 4 en 5</i>	653
<i>Bijlage IV. Ontwerp Kist (1890), § 4–7</i>	657
<i>Dankwoord</i>	663
<i>Curriculum vitae</i>	665

Inhoudsopgave

(verwezen wordt naar paginanummers)

Voorwoord	VII
Verkorte inhoud	IX
Inhoudsopgave	XI
Afkortingen	XIX
Inleiding en analytisch kader	XXI
1. De kapitaalvennootschap.	XXI
2. <i>Entity shielding</i> .	XXIII
3. Beperkte aansprakelijkheid van alle kapitaalverschaffers.	XXIV
4. Overdraagbaarheid van aandelen.	XXV
5. Scheiding van kapitaal en leiding.	XXVI
6. Winsten en het liquidatie-overschot komen uiteindelijk toe aan de aandeelhouders.	XXVIII
7. <i>Agency</i> -problematiek.	XXVIII
8. <i>Agency</i> -kosten; verhouding bestuur en aandeelhouders.	XXIX
9. <i>Agency</i> -problematiek; geconcentreerd aandelenbezit.	XXXI
10. <i>Exit</i> en <i>voice</i> .	XXXII
11. Gradaties van betrokkenheid.	XXXIII
12. Marktfalen.	XXXV
13. Aandeelhoudersbelang of belangenpluralisme?	XXXVI
14. Tussen <i>societas</i> en <i>universitas</i> : onderzoeksvraag.	XXXVII
15. Plan van behandeling.	XL
 Deel I: Wortels van de kapitaalvennootschap	 1
 Hoofdstuk 1. <i>Societas en universitas</i>	 3
16. Inleiding: <i>Societas en universitas</i> als tegenpolen.	3
1.1 Personenvennootschappen	4
1.1.1 Van <i>societas</i> naar firma-vennootschap	4
17. De <i>societas</i> in het Romeinse recht.	4
18. Middeleeuwen; externe aansprakelijkheid.	5
19. De Nederlanden.	7
1.1.2 De <i>commenda</i> , <i>societas per viam accomanditae</i> en de factorijvennootschap	8
20. Verspreiding vanuit Italië.	8
21. Antwerpen.	11
22. Factorijvennootschap.	12
	 XI

INHOUDSOPGAVE

1.1.3	Partenrederij	14
23.	Algemene karakteristiek.	14
24.	Externe aansprakelijkheid.	15
1.1.4	De voorcompagnieën	17
25.	Inleiding en economische achtergrond.	17
26.	Aansprakelijkheid van bewindhebbers.	19
27.	Positie van participanten.	20
1.1.5	Betekenis voor ontstaan actiëncompagnie	23
28.	Bouwstenen voor verdere evolutie.	23
1.2	<i>Universitas en corporation</i>	25
29.	Inleiding.	25
1.2.1	De <i>universitas</i> in het Romeinse recht.	26
30.	Publiekrechtelijke achtergrond.	26
31.	Deelname aan het rechtsverkeer.	27
32.	Besluitvorming.	29
33.	<i>Societas publicanorum</i> .	29
1.2.2	Wasdom in de Middeleeuwen	31
34.	Algemene schets.	31
35.	<i>Persona ficta</i> .	32
36.	Institutioneel karakter.	35
37.	Meerderheidsbeginsel.	38
1.2.3	De Engelse <i>corporation</i> als bakermat van de <i>joint stock company</i>	41
38.	Van gilden naar <i>regulated company</i> .	41
39.	Ontstaan van de <i>joint stock company</i> .	43
40.	Beperkte aansprakelijkheid.	44
1.2.4	De <i>universitas</i> in de Nederlanden	46
41.	Algemene karakteristiek.	46
42.	Admiraliteit.	48
43.	Polderbesturen.	49
44.	Ploekhoys <i>Kort en claer ontwerp</i> .	51
45.	<i>Societas en universitas: e pluribus unum?</i>	54
	Deel II: De actiëncompagnie	57
	Hoofdstuk 2. De handelscompagnieën uit de 17 ^e eeuw en hun participanten	59
	46. Inleiding.	59
2.1	De VOC	60
2.1.1	Het Octrooi 1602	60
47.	Oprichting.	60
48.	Invloed van de <i>universitas</i> .	62
49.	Bewindhebbers.	67
50.	Actiën.	71
51.	Participanten.	74
52.	Institutioneel krachtenveld.	74

INHOUDSOPGAVE

2.1.2	Belangenconflicten in de eerste jaren.	75
53.	Een moeizaam begin.	75
54.	Isaïc le Maire.	76
2.1.3	Het activisme van de dolerende participanten	79
55.	Inleiding.	79
56.	Geen rekening en verantwoording.	82
57.	Zelfverrijking en tegenstrijdige belangen.	83
58.	Wijzigingsvoorstellen.	89
59.	Het verweer van de bewindhebbers.	93
60.	Het Octrooi 1623.	95
61.	Activisme na Octrooi 1623.	98
62.	Conclusie.	101
2.2	De WIC	102
63.	Uiteenlopende ontwerpen.	102
64.	Het WIC Octrooi.	106
2.3	De Engelse en Franse handelscompagnieën op Oost-Indië	110
2.3.1	De <i>East India Company</i>	110
65.	Oprichting als <i>corporation</i> .	110
66.	<i>Court of committees en general court</i> .	111
67.	EIC als kapitaalvennootschap.	113
68.	Interne conflicten.	115
69.	Vergelijking VOC en EIC.	117
2.3.2	De <i>Compagnie pour le Commerce des Indes Orientales</i>	119
70.	Oprichting.	119
71.	Werktuig van de koning.	122
2.4	Conclusie	125
72.	Wegen naar Rome.	125
73.	Betrokkenheid van Generaliteit.	127
74.	Beknelde participanten.	128
75.	Engelse en France compagnieën.	129
Hoofdstuk 3.	'Privatisering' van de actiëncompagnie in de 18^e eeuw	133
76.	Inleiding: twee periodes.	133
3.1	Het dubbeljaar 1720	135
3.1.1	Oorsprong in Engeland en Frankrijk	135
77.	Financial revolution.	135
78.	<i>South Sea Bubble</i> .	136
79.	John Law en de <i>Mississippi Compagnie</i> .	137
3.1.2	De Nederlandse windhandel	139
80.	Economische achtergrond.	139
81.	Karakter vennootschappen.	141
82.	Interne inrichting.	143
3.2	De tweede helft van de 18 ^e eeuw	148
83.	Interne organisatie.	148
84.	Amsterdamse Assurantie-Societeit; informatierechten.	150

INHOUDSOPGAVE

85.	Amsterdamse Assurantie-Societeit; rechtspersoonlijkheid?	153
86.	Middelburgse Zaagmolencompagnie.	159
3.3	Conclusie	161
87.	Wet van de remmende voorsprong.	161
88.	Het einde van de 18 ^e eeuw.	162
Deel III: De open kapitaalvennootschap in de 19^e eeuw		165
Hoofdstuk 4.	Het vennootschapsrecht gecodificeerd: 1800–1838	167
89.	Inleiding.	167
4.1	De positie van aandeelhouders onder de <i>Code de Commerce</i>	167
90.	De Franse kapitaalvennootschap onder het <i>Ancien Régime</i> .	167
91.	De <i>société anonyme</i> als nieuwe rechtsvorm.	171
92.	Interne verhoudingen.	173
4.2	Van <i>Code de Commerce</i> naar Wetboek van Koophandel	177
4.2.1	De periode tot 1828	177
93.	Economische achtergronden.	177
94.	Invoering <i>Code de Commerce</i> in Nederland.	180
95.	Algemeene Maatschappij en NHM.	182
4.2.2	1828–1835: richtingenstrijd en koninklijke bewilliging	184
96.	Oligarchie in het departementale vizier.	184
97.	Het toezicht verdedigd.	186
98.	Richtlijnen.	190
99.	Bestrijding door Van Hall.	192
100.	Totstandkoming van het WvK.	196
Hoofdstuk 5.	De broedplaats van het moderne vennootschapsrecht: 1838–1910	199
101.	Inleiding.	199
5.1	De NV in de vaart der volkeren	200
5.1.1	Accelererende groei.	200
102.	Schets economische ontwikkelingen.	200
103.	Populariteit NV.	202
104.	Ontwikkeling beurshandel.	205
5.1.2	Liberale codificaties vanaf de jaren 1860	207
105.	Concurrentie van vennootschapssystemen in de jaren 1860.	207
106.	Ontwerp Jolles (1871).	210
107.	Ontwerp Kist (1890).	212
5.1.3	Ontluikende discussie over goed ondernemingsbestuur	214
108.	<i>Gründerkrach</i> en Pincoffs-affaire.	214
109.	Duitse reacties op <i>Gründerkrise</i> .	215
110.	Goudsmit en Levy.	218
5.2	Rechtspersoonlijkheid	222
5.2.1	Frankrijk en Duitsland	222
111.	Rechtspersoonlijkheid van de SA.	222

112.	Duitsland: Savigny vs. Gierke.	224
113.	AG als rechtspersoon?	228
5.2.2	Nederland	232
114.	Zedelijk ligchaam en NV.	232
115.	Rechtspersoonlijkheid NV: literatuur.	236
116.	Rechtspersoonlijkheid NV: HR.	238
5.3	Interne vennootschapsverhoudingen	241
117.	Rechtsverhouding tussen AVA en bestuur.	241
118.	Rechtsverhouding tussen AVA en RvC.	244
119.	Concentratie van zeggenschap in de praktijk.	246
120.	Het conflict rondom de NHM.	250
121.	Meerderheid vs. minderheid: literatuur.	257
5.4	Synthese	260
122.	<i>Substitution des Grundes.</i>	260
Deel IV: Oligarchie en groei van de onderneming		265
Hoofdstuk 6.	Oligarchie en wetsherziening: 1900–1928	267
123.	Inleiding.	267
6.1	Discussie over goed ondernemingsbestuur	268
124.	Steinitzer, Petrażycki en Passow.	268
125.	De discussie in Nederland.	272
6.2	Oligarchie	274
126.	De bescherming door Koninklijke Olie.	274
127.	Oligarchische regelingen nemen toe.	276
128.	Oligarchie verklaard: <i>Überfremdung</i> en expansie.	279
129.	Nadere beschouwing: Vertrouwen, sociale disciplineren en fatalisme.	282
6.3	Herziening van het vennootschapsrecht	285
130.	Uitwendige wetsgeschiedenis.	285
131.	Ontwerp Nelissen (1910).	286
132.	Ontwerp Heemskerk (1925).	288
133.	Ontwerp Donner (1927).	291
Hoofdstuk 7.	Nieuwe perspectieven op vennootschap en onderneming: 1929–1971	295
7.1	Inleiding	295
134.	Groei van de onderneming.	295
135.	Institutionalisering van de NV.	297
136.	Institutionalisering van de onderneming.	298
137.	Vertrouwen.	298
138.	Plan van behandeling.	299
7.2	Onderneming en vennootschap in het buitenlandse discours	300
139.	Rathenau.	300
140.	Keynes.	302
141.	Haussmann.	303

INHOUDSOPGAVE

142.	Brookings.	305
143.	Berle, Dodd en Means.	306
144.	Franse institutionalisten.	311
145.	Evaluatie.	313
7.3	De vennootschap als instituut	315
146.	Inleiding.	315
7.3.1	Bestuursautonomie	316
147.	Wetsgeschiedenis.	316
148.	Ruimere uitleg van normale bestuurstaak.	317
149.	Instructierecht in de literatuur.	319
150.	Het <i>Forumbank</i> -arrest.	320
7.3.2	Een vennootschapsorde met een eigen belang	322
151.	Jurisprudentie.	322
152.	Institutionele leer in de literatuur.	331
153.	Institutionele leer in het Nieuw BW.	336
154.	Het vennootschapsbelang.	338
155.	<i>Mante</i> -arrest.	340
7.3.3	Conclusie	340
156.	Gevolgen van institutionele vennootschapsleer.	340
7.4	Institutionalisering van de onderneming	341
7.4.1	Inleiding	341
157.	Ideologie en compromis.	341
7.4.2	Ideologie ...	342
158.	Communitaristische stroming.	342
159.	Sociaal-democratische stroming.	346
160.	Liberale stroming.	349
7.4.3	... en compromis	352
161.	Commissie-Verdam.	352
162.	Het SER-advies.	354
7.4.4	Vervlechting van vennootschap en onderneming	355
163.	De wetsherziening.	355
164.	Vennootschap en onderneming.	355
165.	Belangenpluralisme.	357
166.	Medezeggenschap werknemers.	360
167.	Vertrouwen, consensus en harmonie.	360
168.	Positie van aandeelhouders.	361
169.	Evaluatie.	363
7.5	Conclusie	364
170.	Legitimering van veranderde verhoudingen.	364
Hoofdstuk 8.	De bodem bereikt: 1971~1985	367
171.	Inleiding.	367
172.	Vijandige overnames en bescherming.	369
173.	Debat over bescherming.	370
174.	Beschermingsaandelen voor de rechter.	373
175.	De bodem bereikt.	378

Deel V: Onder rechtseconomisch gesternte	381
Hoofdstuk 9. Aandeelhouders herwinnen terrein: 1985–2013	383
176. Inleiding.	383
9.1 De <i>Agency</i> -theorie als nieuw vennootschapsparadigma	384
9.1.1 Hoofdlijnen	384
177. Opkomst van de <i>agency</i> -theorie.	384
178. <i>Residual risk</i> en stemrecht.	388
9.1.2 Enkele veronderstellingen	390
179. Rationaliteit, redelijkheid en de <i>homo economicus</i> .	390
180. <i>Homo economicus</i> vanuit gedragseconomisch perspectief.	395
181. Efficiënte markthypothese.	397
182. Externe kosten.	399
9.1.3 Beperking van <i>agency</i> -kosten	406
183. <i>Market for corporate control</i> .	406
184. Beloningsinstrumenten.	410
185. Zeggenschap aandeelhouders.	412
186. <i>The End of History for Corporate Law?</i>	414
9.1.4 De <i>agency</i> -theorie nader beschouwd	416
187. Enkele kanttekeningen.	416
188. Belanghebbenden bij de vennootschap	418
189. <i>Enlightened stakeholder en shareholder value</i> .	421
9.2 Nederland	423
9.2.1 Herstel van <i>checks and balances</i>	423
190. Beschermingsconstructies ter discussie.	423
191. Veranderingen op de aandelenmarkt.	427
192. Mentaliteitsverandering.	429
193. Van Peters naar Tabaksblat.	431
194. Wetswijzigingen.	433
9.2.2 De slinger slaat door?	439
195. Ondernemingskamer.	439
196. Stork.	445
197. <i>Empty voting</i> .	450
9.2.3 Herstel van het evenwicht en nadruk op dialoog	455
198. Vanaf 2007: de slinger beweegt terug.	455
199. Herwaardering van de dialoog.	459
200. Belemmeringen.	461
201. De dialoog vanuit juridisch perspectief.	463
9.3 Conclusie	466
202. Een nieuw paradigma.	466
203. Naar een herstelde balans.	467
Hoofdstuk 10. Tussen <i>societas</i> en <i>universitas</i> in de moderne kapitaalmarkt	471
204. Inleiding: de <i>socii</i> en de <i>universitas</i> .	471
10.1 Een duurzaam succesvolle onderneming	472
205. <i>Societas, universitas</i> en het vennootschapsbelang.	472

INHOUDSOPGAVE

206. Externe kosten.	483
207. Afweging en evenredigheid.	488
208. Bestuursautonomie en zeggenschap van aandeelhouders.	491
10.2 Kortetermijngedrag	499
10.2.1 Schets van de problematiek	499
209. Snelle winst boven duurzame winst.	499
210. Gevolgen.	505
10.2.2 Oplossingen	510
211. De vele zijden van de berg.	510
212. Een schokbestendig aandeelhoudersbestand.	511
213. Loyaliteitsaandelen.	514
214. Bezwaren tegen loyaliteitsaandelen.	520
215. Gelijkheidsbeginsel.	524
10.3 Redelijkheid en billijkheid als brug tussen aandeelhouders- en vennootschapsbelang.	526
216. Inleiding.	526
217. <i>Zwei Seelen in einer Brust.</i>	526
218. Het evenredigheidsbeginsel als <i>trait d'union</i> .	529
10.4 Conclusie	536
219. Tussen <i>societas</i> en <i>universitas</i>	536
Conclusie en slotbeschouwing	541
220. Opzet van deze studie.	541
221. Deel I: Wortels van de kapitaalvennootschap.	542
222. Deel II: De actiëncompagnie.	543
223. Deel III: De open kapitaalvennootschap in de 19 ^e eeuw.	545
224. Deel IV: Oligarchie en groei van de onderneming.	546
225. Deel V: Onder rechtseconomisch gesternte.	548
226. <i>Context matters.</i>	552
227. <i>Law matters?</i>	553
Summary and concluding observations	555
Literatuurlijst	569
Trefwoordenregister	637
Jurisprudentieregister	643
Bijlage I. De <i>société anonyme</i> in de <i>Code de Commerce</i> (1807)	647
Bijlage II. De NV in het Wetboek van Koophandel (1838)	649
Bijlage III. Ontwerp Jolles (1871), § 4 en 5	653
Bijlage IV. Ontwerp Kist (1890), § 4–7	657
Dankwoord	663
Curriculum vitae	665

Afkorting

ADHGB	<i>Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch</i>
AG	<i>Aktiengesellschaft</i> of Advocaat-Generaal
AVA	Algemene vergadering van aandeelhouders
BAVA	Buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders
Bb	Bedrijfsjuridische berichten
BV	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
BW	Burgerlijk Wetboek
C	<i>Codex</i>
CC	<i>Code Civil</i>
CdC	<i>Code de Commerce</i>
CIO	<i>Compagnie d'Indes Orientales</i>
CNV	Christelijk Nationaal Vakverbond
COR	Centrale ondernemingsraad
CV	Commanditaire vennootschap
D.	Digesten
DNB	De Nederlandsche Bank NV
ECMH	<i>Efficient Capital Market Hypothesis</i>
EIC	<i>East India Company</i>
GmbH	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
KVP	Katholieke Volkspartij
Lib.	<i>Liber</i>
Ltd.	<i>Private limited company</i>
MvH	Magazijn voor Handelsrecht
NHM	Nederlandsche Handel-Maatschappij
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NV	Naamlo(o)ze vennootschap
O&O	Onderzoek en ontwikkeling
OR	Ondernemingsraad
OT	<i>Observationes Tumultuariæ</i>
OTN	<i>Observationes Tumultuariæ Novæ</i>
Overnamerichtlijn	Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004, <i>PbEU</i> 2004, L 142/42
PbEG	Publicatieblad van de Europese Gemeenschap(pen)
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie

AFKORTINGEN

Richtlijn Aandeelhoudersrechten	Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007, <i>PbEU</i> 14 juli 2007, L 184/17
RKSP	Roomsch-Katholieke Staatspartij
RvC	Raad van commissarissen
SA	<i>Société anonyme</i>
SARL	<i>Société à responsabilité limitée</i>
SCE	<i>Societas Cooperativa Europaea</i>
SE	<i>Societas Europaea</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SER	Sociaal-Economische Raad
tit.	<i>Titulus</i>
Tweede Richtlijn	Richtlijn 77/91/EEG van 13 december 1976, <i>PbEG</i> L. 26/1, 31 januari 1977
VvdE	Vereeniging voor den Effectenhandel
VOC	Verenigde Oost-Indische Compagnie
VoF	Vennootschap onder firma
W	Weekblad voor het Recht
Wft	Wet op het financieel toezicht
Wge	Wet giraal effectenverkeer
WNH	Wetboek voor het Koninkrijk Holland
WIC	West-Indische Compagnie
Wmz	Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen
WOR	Wet op de ondernemingsraden
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
WvK	Wetboek van Koophandel

Inleiding en analytisch kader

1 De kapitaalvennootschap. Deze studie onderzoekt hoe de zeggenschap van aandeelhouders zich sinds het ontstaan van de kapitaalvennootschap heeft ontwikkeld. Aan de hand van deze invalshoek beoogt deze studie bij te dragen aan een beter begrip van de ontwikkeling van de kapitaalvennootschap.

De lengte van het beschreven tijdvlak maakt een chronologische behandeling welhaast onvermijdelijk. Dat laat onverlet dat zich telkens vergelijkbare problemen voordoen, zij het onder steeds wisselende omstandigheden. Alvoorts het plan van behandeling uiteen te zetten geeft deze inleiding daarom een analytisch kader waarop later zal worden teruggegrepen.

Deze studie richt zich op de kapitaalvennootschap, in het bijzonder de open variant ervan. Tegenover de kapitaalvennootschap kan men de personenvennootschap plaatsen, een associatie van personen, waarbij in elk geval één van de vennoten jegens derden persoonlijk aansprakelijk kan zijn. Naar huidig recht bestaat weinig twijfel tussen het onderscheid tussen kapitaal- en personenvennootschap: de BV, NV, SE en SCE vallen als kapitaalvennootschap te kwalificeren, terwijl de personenvennootschappen (thans) zijn geregeld in Boek 7A BW en in het WvK. Wie echter zoekt naar een functionele aanduiding van de verschillen stuit onmiddellijk op problemen: de grenzen tussen kapitaal- en personenvennootschap zijn namelijk niet altijd scherp te trekken. Naar huidig recht kan inbreng bij de personenvennootschap geschieden in arbeid; bij de NV of BV staan art. 2:80b en 2:191b BW hieraan in de weg. Deze artikelen zijn echter pas ingevoerd in het kader van de implementatie van de Tweede Richtlijn die slechts betrekking heeft op de NV.

Een ander verschil tussen beide vennootschapsvormen is dat kapitaalvennootschappen wel en personenvennootschappen geen rechtspersoonlijkheid hebben (vgl. art. 2:64 lid 1 BW). Het is echter de vraag hoe principieel dit onderscheid is. Rechtspersoonlijkheid als onderscheidend criterium leek te vervallen in de nieuwe regeling voor de personenvennootschap, maar dit wetsvoorstel is ingetrokken.¹ Of de rechtspersoonlijkheid een onderscheidend criterium blijft moet worden afgewacht, maar vanuit rechtsvergelijkend en historisch perspectief vallen bij dit onderscheid vraagtekens te plaatsen: het begrip rechtspersoon dateert van de 19^e eeuw, zodat de vraag gesteld kan worden of de voordien bestaande actiëncompagnieën slechts met een anachronisme als kapitaalvennootschap vallen aan te merken. Terwijl in Frankrijk sinds de 19^e eeuw aan personenvennootschappen rechtspersoonlijkheid wordt toegekend, was

1. Wetsvoorstel 28 746 en 31 065.

dezelfde vraag in Nederland voor wat betreft de NV omstreden. Pas in 1901 heeft de Hoge Raad uitgemaakt dat de NV rechtspersoonlijkheid bezit.²

Vormt een in aandelen verdeeld kapitaal een onderscheidend kenmerk van de kapitaalvennootschap? Tot 1975 kende het Nederlandse recht de CV op aandelen, een personenvennootschap met een in aandelen verdeeld kapitaal; Duitsland kent nog steeds de *Kommanditgesellschaft auf Aktien*. Beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders? Tot ver in de 19^e eeuw was onzeker of aandeelhouders van Engelse kapitaalvennootschappen beperkt aansprakelijk waren. Stemrecht van aandeelhouders? Tot in de 19^e eeuw hadden niet alle aandeelhouders toegang tot de AVA. Een scheiding tussen kapitaalverschaffende en leidinggevende functie? Hoe valt dan de aandeelhoudersbestuurde BV naar Antilliaans recht te kwalificeren?

Als er al een onderscheidend criterium tussen de personen- en de kapitaalvennootschap valt aan te wijzen, dan is het wel dat bij een personenvennootschap altijd ten minste één vennoot jegens derden persoonlijk aansprakelijk is.³ Bij de kapitaalvennootschap is dat niet het geval: het vennootschapsvermogen is jegens derden aansprakelijk. Bij dit onderscheidend criterium moeten echter direct twee kanttekeningen worden gemaakt. In de eerste plaats is het criterium minder principieel dan men op het eerste gezicht denkt. Onder huidig recht kunnen bestuurders op tal van grondslagen persoonlijk aansprakelijk worden gehouden voor schulden van de vennootschap. In het verleden was dat nog sterker. In de beginjaren van de VOC bestond onduidelijkheid over de persoonlijke aansprakelijkheid van bewindhebbers; aan het einde van de 18^e eeuw gold hetzelfde (nr. 84 e.v.). Op grond van art. 45 van het WvK van 1838 waren bestuurders persoonlijk aansprakelijk jegens derden die schade hadden geleden wegens overtreding van de statuten. In de tweede plaats moge de persoonlijke aansprakelijkheid in beginsel wel een onderscheid kunnen bieden tussen de personen- en de kapitaalvennootschap, maar daarmee is nog weinig gezegd over de aard van de kapitaalvennootschap zelf. Ook bestuurders van een stichting zijn bijvoorbeeld in beginsel niet persoonlijk aansprakelijk.

Het is kortom niet eenvoudig de kapitaalvennootschap in een definitie te vatten. Een vooropgezet abstract begrip van de kapitaalvennootschap kan dan ook verworden tot een knellend keurslijf dat aan de bestudering van de veelkleurige werkelijkheid in de weg staat. Daarmee is niet gezegd dat de beschrijving van de kapitaalvennootschap aan de hand van functionele criteria, zoals door Kraakman e.a. en door Fleckner gedaan, niet nuttig kan zijn.⁴ Een analyse aan de hand van functionele kenmerken van de kapitaalvennootschap

2. HR 18 januari 1901, *W7553*, *MvH XIII* (1901), 40 e.v. (*De Hoop*). Vgl. Fleckner 2010, 60 e.v.

3. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa (2013), nr. 13; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 48; Tervoort 2013, 1 e.v.

4. Kraakman e.a. 2009, 5 e.v.; Fleckner 2010, 25; 47 e.v.

kan bijdragen aan verdieping van een rechtsvergelijkende en rechtshistorische studie van de kapitaalvennootschap. *Mits* in beschrijvende en niet in definiërende zin, en met ruimte voor uitzonderingen. Voortbouwend op Kraakman e.a. en op Fleckner kom ik tot vijf hieronder te bespreken kenmerken aan de hand waarvan de meeste kapitaalvennootschappen kunnen worden beschreven: (i) *entity shielding*, (ii) beperkte aansprakelijkheid van alle kapitaalverschaffers, (iii) overdraagbaarheid van de participatie, (iv) scheiding van kapitaal en leiding, en (v) het gegeven dat de winst en het liquidatie-overschot uiteindelijk toekomt aan de aandeelhouders. De meeste kapitaalvennootschappen in heden en verleden voldoen aan ten minste vier van deze vijf kenmerken, terwijl personenvennootschappen ten hoogste enkele van deze kenmerken zullen vertonen. Deze kenmerken moeten worden verstaan in onderling verband. Dan valt ook ten volle te begrijpen dat deze kenmerken tezamen een institutioneel kader in het leven kunnen roepen met een *duurzaam* karakter. Vanzelfsprekend is geen enkele vennootschap het eeuwige leven beschoren en dient het vennootschapsrecht ook het einde van een vennootschap te faciliteren, evenals haar gedaanteverwisseling (statutenwijziging, omzetting, fusie, splitting, grensoverschrijdende zetelverplaatsing); maar in beginsel zijn kapitaalvennootschappen bestemd of geschikt om een langere periode voort te bestaan. In veel gevallen zal een kapitaalvennootschap zelfs voor onbepaalde tijd worden opgericht; in de regel beogen zij het voeren van een onderneming te faciliteren die eveneens is gericht op duurzame waardecreatie.

Vijf kenmerken van de kapitaalvennootschap

2 *Entity shielding.* Typerend is allereerst dat de vermogensbestanddelen die aandeelhouders gezamenlijk ten behoeve van de vennootschap hebben vergaard zodanig worden geabstraheerd van de respectieve vermogens van aandeelhouders en bestuurders, dat crediteuren van aandeelhouders en van bestuurders geen verhaal op dit vermogen kunnen zoeken. Kraakman e.a. duiden deze abstrahering aan als *entity shielding*.⁵ Met behulp van het gezamenlijk vergaarde vermogen kan de kapitaalvennootschap aan het rechtsverkeer deelnemen, zonder dat zij zich behoeft te bekommeren om de goegedheid van haar aandeelhouders. Een tweede functie van *entity shielding* wordt aangeduid als *capital lock in*: aandeelhouders kunnen niet naar believen vermogensbestanddelen aan de vennootschap onttrekken en zo het verhaal van vennootschapscrediteuren verminderen.⁶ Het insluiten van het

5. Kraakman e.a. 2009, 6 e.v.

6. Kraakman e.a. 2009, 7; Keay 2011, 88; Stout 2012, 73 e.v.; De Jongh 2012c; Mayer 2013, 185 e.v. De flex-BV kan weliswaar worden opgericht met een kapitaal van €0,01 en kent meer mogelijkheden om vermogen aan de vennootschap te onttrekken dan de NV, maar de flex-BV heeft met art. 2:216 BW andere mechanismen ingebouwd ter bescherming van crediteuren.

kapitaal dient nog een functie: bij voorbaat worden in die zin belangenconflicten tussen aandeelhouders beslecht, dat een aandeelhouder die tussentijds zijn vermogen zou willen terugtrekken, of vermogen aan de vennootschap zou willen onttrekken, hiertoe niet onder alle omstandigheden in staat is. Aan de wetenschap dat andere aandeelhouders hun vermogen in de vennootschap hebben ingebracht en niet zo maar kunnen onttrekken, zullen investeerders de bereidheid ontlenen ook te investeren. Crediteuren ontlenen hieraan eveneens vertrouwen, hetgeen zich kan vertalen in bijvoorbeeld gunstiger leningvoorwaarden dan zonder *capital lock in* het geval was geweest. Werknemers zullen in deze wetenschap eerder bereid zijn zogenaamde *firm-specific investments* te plegen, dat wil zeggen investeringen die zich wel *binnen* de onderneming terugverdienen, maar niet (in gelijke mate) *erbuiten*. Denk aan werknemers die zich speciale kennis en vaardigheden eigen maken die binnen de onderneming van groot belang zijn en die zich voor de werknemer kunnen terugverdienen, bijvoorbeeld door interne promotie, maar die buiten de onderneming niet of veel minder kunnen worden ingezet. Ook toeleveranciers en klanten kunnen *firm-specific investments* plegen wanneer zij hun werkwijze op de vennootschap afstemmen.⁷ *Capital lock in*, als functie van *entity shielding*, creëert daarom vertrouwen dat alle betrokkenen bij de vennootschap nodig hebben om een duurzame samenwerking aan te gaan. Voorwaarde voor *capital lock in* is voldoende autonomie voor het bestuur ten opzichte van aandeelhouders (nr. 5).

3 Beperkte aansprakelijkheid van alle kapitaalverschaffers. Een tweede karakteristiek vormt de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders. Beperkte aansprakelijkheid bewerkstelligt dat crediteuren van de vennootschap zich niet kunnen verhalen op het vermogen van aandeelhouders.⁸ Beperkte aansprakelijkheid kan zich ook voordoen bij bepaalde personenvennootschappen, zoals de CV. Verschil met de CV is dat crediteuren van de ‘vennootschap’ zich altijd kunnen verhalen op ten minste één vennoot, terwijl alle aandeelhouders het voorrecht van beperkte aansprakelijkheid genieten.

Beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders beschermt hen tegen crediteuren van de vennootschap; de vennootschap is exclusief aansprakelijk.⁹ Omgekeerd kan men stellen dat, wanneer men de kapitaalvennootschap met de personenvennootschap vergelijkt, het voorrecht van beperkte aansprakelijkheid leidt tot risicoverschuiving ten gunste van de vennoot en ten koste van

7. Denk bijvoorbeeld aan een recente transactie inzake ASML, waarbij grote klanten bereid waren langetermijninvesteringen te plegen in de vorm van gecertificeerde aandelen (persbericht ASML 9 juli 2012; www.asml.com).

8. Door Kraakman e.a. 2009, 9 e.v. aangeduid als *owner shielding*. Deze term is misleidend, omdat aandeelhouders juist geen eigenaars zijn van de vennootschap. Zij zijn rechthebbende op een of meer aandelen; zelfs de uitdrukking eigenaar van een aandeel is misleidend, omdat eigendom immers slechts betrekking heeft op een zaak (art. 5:1 BW).

9. Vgl. Huizink 2011, 4 e.v.

crediteuren. Ratio van deze risicoverschuiving is het bevorderen van ondernemerschap door het risico van investeerders te beperken. In het maatschappelijk belang bij ondernemerschap ligt de rechtvaardiging voor beperkte aansprakelijkheid besloten.

Aandeelhouders kunnen dankzij beperkte aansprakelijkheid niet alleen hun risico's beperken, maar ook spreiden: zij kunnen risicovolle activiteiten scheiden van minder risicovolle ondernemingen.¹⁰ Bovendien faciliteert beperkte aansprakelijkheid de overdraagbaarheid van aandelen – een derde kenmerk van de kapitaalvennootschap. Immers weet een koper van een (volgestort) aandeel dat hij ten hoogste zijn aandeel kan verliezen, terwijl hij – bijzondere omstandigheden daargelaten – de zekerheid heeft niet te worden aangesproken voor tekorten. Daarmee vormt beperkte aansprakelijkheid een belangrijke voorwaarde voor het ontstaan van een liquide kapitaalmarkt en draagt deze bij aan de financiering van ondernemingen. Verder bevordert beperkte aansprakelijkheid dat aandeelhouders taken delegeren aan het bestuur: overdracht van zeggenschap impliceert verminderde controle en gaat daarmee gepaard met een risico voor de belegger. De beperkte aansprakelijkheid beperkt dit risico tot de ingelegde som.¹¹

Hoe ingeburgerd de term beperkte aansprakelijkheid ook moge zijn, zij is door gebrek aan precisie enigszins misleidend. In de *interne* verhoudingen zijn aandeelhouders beperkt aansprakelijk tot volstorting van de nominale waarde, al dan niet verhoogd met agio. In de *externe* verhoudingen zijn de houders van volgestorte aandelen juist in het geheel niet aansprakelijk.¹² Aangezien de term is ingeburgerd, zal ik hieraan niettemin vasthouden.

4 Overdraagbaarheid van aandelen. Kenmerkend voor kapitaalvennootschappen is in de derde plaats het recht van kapitaaldeelnemers om hun belang aan derden over te dragen, zodat zij hun investering te gelde kunnen maken.¹³ Hadden aandeelhouders deze mogelijkheid niet, dan zouden zij niet altijd bereid zijn (onder dezelfde voorwaarden) in de vennootschap te participeren. De overdraagbaarheid van aandelen verbetert daarom de voorwaarden waaronder vennootschappen geld kunnen aantrekken, verlaagt daardoor de kapitaalskosten en bevordert de concurrentiekracht van de onderneming. Ook op meer indirecte wijze kan de overdraagbaarheid van aandelen in kapitaalvennootschappen bijdragen tot hun concurrentievermogen. Wordt de vennootschap slecht geleid, dan heeft dit zijn weerslag op de waarde van de aandelen en loopt de vennootschap

10. Kraakman e.a. 2009, 9 e.v.

11. Kraakman e.a. 2009, 9 e.v.

12. In het verleden werd wel gesproken van beperkte collectieve of gezamenlijke externe aansprakelijkheid (bijv. Molengraaff 1923, 214).

13. Kraakman e.a. 2009, 11 e.v.; Fleckner 2010, 51 e.v.

het risico te worden overgenomen door aandeelhouders die menen de onderneming beter te kunnen leiden.

5 Scheiding van kapitaal en leiding. Vierde kenmerk van de kapitaalvennootschap, het onderwerp van deze studie, vormt de scheiding van de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie, kortweg scheiding van kapitaal en leiding.¹⁴ Vergt de onderneming een gering kapitaalbeslag, dan bestaat weinig behoefte aan deze functiescheiding: een goed ondernemer zal er dan dikwijls in slagen de onderneming zonder participatie van derden van de grond te krijgen en in stand te houden. Vaak beschikt een ondernemer evenwel over onvoldoende kapitaal benodigd voor het opzetten en in stand houden van een onderneming. Anderzijds beschikken veel personen wel over kapitaal, maar niet over de vereiste tijd of ondernemerskwaliteiten. De functiescheiding van kapitaal en leiding komt vooral tot uitdrukking in de duale structuur van de kapitaalvennootschap – iedere BV en NV kent zowel een bestuur als een AVA.¹⁵ Ook het leerstuk van de *bestuursautonomie* vormt een uitdrukking van de functiescheiding die langs verschillende wegen de samenwerking tussen ondernemers en kapitaalverschaffers bevordert.

Scheiding tussen de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie kan bovendien bijdragen aan efficiënt bestuur: de scheiding voorkomt coördinatiekosten tussen aandeelhouders die zouden ontstaan indien alle aandeelhouders telkens in detail bij alle ondernemingsbeslissingen betrokken zouden worden.¹⁶ Om dezelfde reden is effectief bestuur gebaat bij de functiescheiding: dikwijls moeten op korte termijn beslissingen worden genomen.¹⁷ Scheiding van kapitaal en leiding leidt verder tot een kennisvoorsprong bij bestuurders op aandeelhouders – ook wel aangeduid als informatie-asymmetrie. Deze specialisatie van kennis wordt optimaal benut door besluiten te laten nemen door hen die over de meeste informatie beschikken.

Bovendien creëert deze scheiding mogelijkheden om de belangen van minderheidsaandeelhouders en andere betrokkenen te beschermen. De scheiding van kapitaal en leiding vormt een zekere waarborg tegen misbruik van meerderheidsaandeelhouders, doordat de machtspositie van meerderheidsaandeelhouders enigszins wordt ingeperkt. Een autonome leiding is in staat om afwegingen te maken tussen de uiteenlopende deelbelangen ten gunste van het collectieve belang.

Bestuursautonomie vormt bovendien een noodzakelijke voorwaarde voor *capital lock in* (nr. 2): wanneer de bestuursautonomie te zeer wordt aangetast als

14. Kraakman e.a. 2009, 12; Fleckner 2010, 47 e.v.

15. Bij een eenpersoons-BV heeft de functiescheiding minder toegevoegde waarde. Toch is de functiescheiding ook bij de flex-BV gehandhaafd en is niet gekozen voor een aandeelhouders-bestuurde BV.

16. Boot 2009, 84, instemmend aangehaald door Timmerman in zijn conclusie voor HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*) sub 3.4.13.

17. Vgl. Siems 2008, 152 e.v.

gevolg van te grote zeggenschap van bepaalde aandeelhouders, zal dit niet alleen zijn weerslag hebben op de bereidheid tot investeringen door minderheidsaandeelhouders, maar ook op leningvoorwaarden en de bereidheid van werknemers om *firm-specific investments* te plegen. Te geringe scheiding van kapitaal en leiding kan daarom ten koste gaan van het innoverend vermogen en langetermijninvesteringen.¹⁸ De afstand van hun kapitaal en overdracht van directe zeggenschap door kapitaalverschaffers aan de vennootschapsleiding bevordert kortom het vertrouwen binnen de vennootschap en haar onderneming dat noodzakelijk is om investeringen te plegen ten behoeve van het gemene best.

Een te ver doorgevoerde functiescheiding schept daarentegen risico's op misbruik door het bestuur die zich dan ook in de geschiedenis veelvuldig hebben verwezenlijkt. Kapitaalverschaffers zullen daarom in de regel niet bereid zijn afstand te doen van alle zeggenschap. De mate waarin *de jure* en *de facto* zeggenschap aan kapitaalverschaffers toekomt varieert per vennootschap en in de tijd. Aandeelhouders hebben niet altijd formele zeggenschap gehad. Gedurende de eerste twintig jaar van het bestaan van de VOC hadden participanten, zoals aandeelhouders toen werden genoemd, in het geheel geen zeggenschap; nadien hadden uitsluitend hoofdparticipanten – participanten met een aanzienlijk belang – maar zeer beperkte zeggenschap. Tot het einde van de 19^e eeuw was de toegang tot de aandeelhoudersvergadering bij veel NV's afhankelijk van een zeker minimum-belang. Vandaag de dag geldt iets vergelijkbaars ten aanzien van stemrechtloze aandelen en certificaten. Sommige oligarchische regelingen gaan in de praktijk zo ver dat aandeelhouders iedere reële zeggenschap wordt ontnomen. Niettemin volgt uit de scheiding van kapitaal en leiding in de regel enige zeggenschap van kapitaalverschaffers over de leiding. Veelal geschiedt dit in de vorm van het recht om bestuurders te benoemen, te ontslaan en te schorsen, het recht om te beslissen over verandering van de structuur van de vennootschap (statutenwijziging, omzetting, fusie, splitsing, grensoverschrijdende zetelverplaatsing) en over belangrijke bestuursbesluiten.

Hier openbaart zich een spanningsveld dat in talloze varianten in deze studie aan de oppervlakte zal treden: enerzijds behoeft het bestuur voldoende autonomie om de vennootschap en haar onderneming te leiden; anderzijds kan zeggenschap van de kapitaalverschaffer misstanden voorkomen en verantwoording bevorderen. De wijze waarop met dit spanningsveld wordt omgegaan hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder ontwikkelingsfase van de onderneming, van het aandeelhoudersbestand, de stand van het recht en de persoon van de bestuurders (en commissarissen).

18. Blair 2012, 74 e.v.; De Jongh 2012c.

6 Winsten en het liquidatie-overschot komen uiteindelijk toe aan de aandeelhouders. Als vijfde karakteristiek geldt dat aandeelhouders althans in economische zin vallen te kwalificeren als ‘post-concurrente crediteuren’.¹⁹ Aandeelhouders zijn uiteindelijk gerechtigd tot de netto-winsten en tot het liquidatie-overschot. Dit betreft geen gerechtigdheid in de zin van een vermogensrechtelijke aanspraak; *entity shielding* staat hieraan in de weg. Het gaat om een gerechtigdheid krachtens een lidmaatschapsverhouding.²⁰ Deze (economische) hoedanigheid van post-concurrente crediteuren verbindt aandeelhouders op bijzondere wijze bij het welslagen van de vennootschap en haar onderneming. Omdat de waarde van het aandeel gelijk is aan de contante waarde van alle verwachte toekomstige uitkeringen aan aandeelhouders, hebben gewijzigde verwachtingen omtrent toekomstige uitkeringen een directe weerslag op de waarde van het aandeel. Hoewel ook andere personen die bij de vennootschap of haar onderneming betrokken zijn belang hebben bij het succes van vennootschap en onderneming – denk aan crediteuren en werknemers – is het belang van deze betrokkenen niet zo direct afhankelijk van steeds veranderende toekomstverwachtingen.

Problemen in verhouding tussen kapitaal en leiding

7 Agency-problematiek. De meeste kapitaalvennootschappen voldoen aan ten minste vier van de hierboven besproken vijf kenmerken. Tezamen stellen deze kenmerken kapitaalvennootschappen in staat om kapitaal bijeen te brengen en dit kapitaal aan te wenden voor alle mogelijke ondernemingen. Deze ‘kapitaalsassociatieve kracht’²¹ ten spijt, de kapitaalvennootschap gaat gebukt onder enkele structurele problemen. Enkele daarvan zullen hieronder worden geschetst.

De keerzijde van de scheiding tussen de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie staat centraal in de *agency*-theorie, een invloedrijke rechtseconomische theorie die het internationale *discours* beheerst. Vooruitlopend op een uitvoerige beschouwing over de merites van deze theorie (§ 9.1) zullen hieronder enkele hoofdlijnen worden geschetst. Wanneer een investeerder (*principal*) middelen ter beschikking stelt aan een derde (*agent*) teneinde die middelen in het belang van de *principal* aan te wenden, ontstaat het risico dat de *agent* zijn taken niet naar behoren vervult. Aangezien de *agent* doorgaans over meer informatie beschikt dan de *principal* – men spreekt van informatie-asymmetrie – is de *agent* dikwijls in staat zijn eventuele onbehoorlijke taakvervulling aan het oog te onttrekken. De kosten die hiervan het gevolg zijn kunnen de voordelen van scheiding van kapitaal en leiding geheel of gedeeltelijk teniet doen. Ook kunnen

19. De term is gemunt door Schadée 1903–1906, 145 e.v.

20. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme Ila (2013), nr. 50 en 160.

21. Van der Heijden 1908, 160.

kosten ontstaan die de principaal zich getroost om te voorkómen dat de *agent* zijn taken verzaakt. Tezamen worden deze kosten in navolging van Jensen en Meckling aangeduid als *agency costs*.²² *Agency*-kosten kunnen ontstaan in alle mogelijke fiduciaire rechtsverhoudingen, variërend van voogdij tot de executele. Ook de geschiedenis van het vennootschapsrecht staat bol van de episodes waarin de verleiding voor bestuurders te groot bleek.

8 *Agency*-kosten; verhouding bestuur en aandeelhouders. *Agency*-kosten ontstaan binnen de vennootschap voornamelijk in twee verhoudingen: in de verhouding tussen controlerende aandeelhouders en minderheidsaandeelhouders (nr. 9) en in de verhouding tussen bestuur en de vennootschap en daarmee, indirect, haar aandeelhouders. In de verhouding tussen bestuur en vennootschap kunnen *agency*-kosten ontstaan doordat bestuurders zich bijvoorbeeld schuldig maken aan zelfverrijking, aan inefficiënt bestuur of door het aangaan van tegenstrijdig belang-transacties. Dit soort *agency*-problemen kunnen bijvoorbeeld ontstaan wanneer de aandeelhouders er niet in slagen toezicht te houden op de vennootschapsleiding. Dikwijls is gebrekkig toezicht door aandeelhouders het gevolg van onvoldoende informatie aan aandeelhouders, en/of van onvoldoende instrumenten om het bestuur te disciplineren. Bijvoorbeeld doordat zeggenschapsrechten van aandeelhouders ontbreken.

Agency-problemen in deze ‘verticale verhoudingen’ kunnen ook samenhangen met het aandeelhoudersbestand. Naarmate het belang van een aandeelhouder kleiner is, zal hij minder tijd en middelen willen investeren in het uitoefenen van toezicht. De hiermee gepaard gaande kosten wegen niet op tegen de baten bij effectief toezicht. Bovendien zal een aandeelhouder die bereid is deze kosten te maken niet alle baten genieten: deze komen toe aan de gezamenlijke aandeelhouders naar rato van ieders belang. De aandeelhouder zal ertoe geneigd zijn erop te vertrouwen dat zijn mede-aandeelhouders deze kosten wel willen maken en de baten willen opstrijken van het toezicht dat door zijn mede-aandeelhouders wordt uitgeoefend. Dergelijk *free rider*-gedrag leidt tot een lage opkomst op de vergadering (absenteïsme).

De spreiding van het aandelenbezit leidt nog tot een ander probleem. Bij een geconcentreerd aandeelhoudersbestand kunnen aandeelhouders eenvoudiger gezamenlijk optrekken tegen het bestuur dan wanneer de vennootschap talloze aandeelhouders heeft. Coördinatie-problemen (ook wel *collective action problems*), gepaard gaand met de spreiding van het aandelenbezit, vormen vaak een belemmering voor effectief toezicht. Dat geldt te meer, wanneer de belangen van aandeelhouders uiteenlopen, bijvoorbeeld als gevolg van een uiteenlopende beleggingshorizon.

22. Jensen & Meckling 1976.

Absenteïsme en coördinatie-problemen worden vergroot door het feit dat het bestuur doorgaans een informatievoorsprong heeft. Absenteïsme, coördinatie-problemen en informatie-asymmetrieën hebben gezamenlijk tot gevolg dat het voor veel aandeelhouders onvoldoende loont zich in te laten met de uitoefening van zeggenschapsrechten. Dit fenomeen, bekend onder de naam *rationele apathie*, doet zich daarom vooral voor bij vennootschappen met een gespreid aandelenbezit. Omgekeerd kunnen klachten over rationele apathie een aanwijzing vormen van toegenomen liquiditeit van de aandelenmarkt. Een voorbeeld van rationele apathie biedt onderstaand citaat uit 1880:

‘Gij herkent hem, dien in andere zaken zoo voorzichtigen huisvader, die (...) ook eens iets anders dan staatsfondsen koopen wil, die natuurlijk het lezen van statuten verloren tijd vindt en zeer tevreden elk jaar zijn coupon knipt, zonder te vragen of het dividend ook soms van het kapitaal wordt betaald; die zelfs nog niet uit zijne dommeling wordt wakker geschud als hij wat minder of geene rente ontvangt, mits de koers maar niet te veel dale (...), die nooit eene algemeene vergadering bijwoont (...); en die eindelijk, als zijne aandelen scheurpapier geworden zijn, wel, en terecht, den staf breekt over de bedriegers, die hem van zijne spaarpenningen beroofden, maar bovendien anderen gebrek aan toezicht verwijt, terwijl *zijne* belangstelling, *zijne* poging om invloed op het beheer uit te oefenen, om met den waren stand der zaken bekend te worden zich niet verder uitstrekke dan tot het lezen van het koerslijstje in de oprechte Haarlemmer.’²³

Zo heeft de spreiding van het aandelenbezit tot gevolg dat controle op het bestuur door aandeelhouders aanzienlijk wordt bemoeilijkt en de positie van het bestuur ten opzichte van de aandeelhoudersvergadering wordt versterkt. Tegelijk heeft het bestuur reden om zich bij een hoog absenteïsme kwetsbaar te voelen: bij een laag ter vergadering vertegenwoordigd kapitaal kunnen aandeelhouders met een klein belang relatief eenvoudig de vergadering naar hun hand zetten. Om de risico’s verbonden van toevallige meerderheden ter vergadering te beperken hebben bestuurders van oudsher gezocht naar instrumenten om de controle over de aandeelhoudersvergadering te behouden. Het resultaat was vaak een verdere daling van het ter vergadering vertegenwoordigd kapitaal en verminderd toezicht op het bestuur door aandeelhouders.

Dit verschijnsel staat bekend als de scheiding van belang en zeggenschap, *separation of ownership and control*. De scheiding van belang en zeggenschap moet niet worden verward met de scheiding van kapitaal en leiding. Scheiding van kapitaal en leiding is een karakteristiek van de kapitaalvennootschap. De scheiding van belang en zeggenschap is niet typerend voor elke kapitaalvennootschap, maar hangt samen met de spreiding van het aandelenbezit. De

23. Goudsmit 1880, 197.

scheiding van belang en zeggenschap duidt aan dat de uitoefening van de zeggenschap over het met de leiding belaste bestuur wordt bemoeilijkt.

9 Agency-problematiek; geconcentreerd aandelenbezit. Van scheiding van belang en zeggenschap is geen of nauwelijks sprake wanneer een, of enkele nauw verbonden aandeelhouders tezamen een controlerend belang houden. In dat geval hebben deze controlerende aandeelhouders alle belang bij de uitoefening van zeggenschap; de problematiek van absenteïsme zal zich bij deze aandeelhouders niet snel voordoen. Voor zover de controlerende aandeelhouders niet reeds zelf zitting hebben in het bestuur, bestaat vaak een nauwe band tussen deze aandeelhouders en een of meer bestuurders of commissarissen.

Agency-problemen kunnen zich bij een geconcentreerd aandelenbezit wel voordoen, zij het op een ander niveau. Met betrekking tot minderheidsaandeelhouders geldt dat zij wél de neiging kunnen hebben om te gaan *free ride*n. Immers, doorslaggevende zeggenschap kunnen zij toch niet uitoefenen tegenover de controlerend aandeelhouder(s). Dit impliceert dat de stem van minderheidsaandeelhouders in geconcentreerde verhoudingen vaak onvoldoende wordt gehoord.

Agency-problemen kunnen wel ontstaan wanneer de belangen van controlerende aandeelhouders en minderheidsaandeelhouders uiteen lopen. Controlerende aandeelhouders hebben bijvoorbeeld niet altijd belang bij hoge dividenduitkeringen. Zij kunnen er de voorkeur aan geven om winsten te herinvesteren, waar externe aandeelhouders hogere uitkeringen zouden prefereren. Controlerende aandeelhouders zijn bovendien vaak in staat om langs andere manieren zodanig winst af te romen, dat de winst wel de controlerende aandeelhouders ten goede komt, maar niet aan minderheidsaandeelhouders. Bijvoorbeeld doordat controlerende aandeelhouders transacties aangaan met de vennootschap onder voorwaarden die gunstig zijn voor deze aandeelhouders.

Alleen al het risico dat de controlerende aandeelhouders hun invloedspositie zullen inzetten ten koste van de vennootschap en/of haar minderheidsaandeelhouders, kan een ongunstig koerseffect hebben. De aandelenkoers kan verder negatief worden beïnvloed doordat er weinig aandelen beschikbaar zijn voor de handeling ter beurse. Een gebrek aan liquiditeit heeft, zo luidt een economische wetmatigheid, een negatieve invloed op de koers. Daar komt bij dat in de koers dikwijls verdisconteerd zal zijn de mate waarin een aandeelhouder zeggenschap kan uitoefenen en de kans dat een aandeelhouder, bijvoorbeeld door een openbaar bod, zelf de controle kan verkrijgen. Staat de vennootschap onder controle van een beperkte groep aandeelhouders, dan zal het gebrek aan mogelijkheden voor externe aandeelhouders om zeggenschap uit te oefenen of te verkrijgen eveneens de koers negatief beïnvloeden.

Voor de controlerend aandeelhouder hoeft dit niet bezwaarlijk te zijn; immers, hij heeft al zeggenschap, terwijl een lage koers hem in staat stelt tegen

gunstige voorwaarden zijn belang verder uit te breiden. Minderheidsaandeelhouders kunnen echter worden ‘ingesloten’: als aandeelhouder behoeven zij weinig te verwachten, terwijl de mogelijkheden om tegen een goede koers uit te stappen gering zijn.

10 *Exit en voice.* Uit de combinatie van de karakteristieken 3 en 4 (overdraagbaarheid van het aandeel en scheiding van kapitaal en leiding) volgt dat een ontevreden aandeelhouder in hoofdzaak twee remedies ter beschikking staan: overdracht van het aandeel en het uiten van ongenoegen, bijvoorbeeld door uitoefening van zijn zeggenschapsrechten. In navolging van Albert Hirschman worden deze beide alternatieven aangeduid als *exit* en *voice*.²⁴ Tussen *exit* en *voice* bestaat een ingewikkelde relatie.

In een liquide aandelenmarkt is het eenvoudig om aandelen te vervreemden: *the Wall Street Walk*. *Exit* is het belangrijkste antwoord van een beursaandeelhouder op slecht nieuws. Het doen klinken van een stem brengt in de regel meer kosten met zich. Daar komt bij dat het forum voor *voice* bij uitstek, de aandeelhoudersvergadering, doorgaans maar één maal per jaar bijeen komt; in de praktijk is het niet altijd eenvoudig om tussentijds door de vennootschap gehoord te worden. Tegelijk kan het vervreemden van aandelen ook fungeren als *voice*, namelijk wanneer hiervan een koerseffect uitgaat. Dit effect is echter eenmalig: van een reeds vervreemd aandeel kan in beginsel niet opnieuw een koerseffect uitgaan. Een dalende koers kan leiden tot hogere kapitaalskosten voor de vennootschap (het aantrekken van eigen vermogen wordt hierdoor duurder), zodat van de *exit*-optie een disciplinerende werking kan uitgaan. Tegelijk zal het effect dat van een koersdaling uitgaat ook afhangen van de mate waarin aandeelhouder zijn stem kan laten horen. Genieten aandeelhouders veel zeggenschap en kent de NV geen bescherming, dan kan de *exit*-optie aan effectiviteit winnen: de NV wordt kwetsbaar voor een vijandige overname die kan leiden tot ontslag van het bestuur doordat de nieuwe aandeelhouder gebruik maakt van zijn zeggenschapsrechten. Genieten aandeelhouders in het geheel geen zeggenschap, dan is de signaalwerking die van de *exit*-optie uitgaat beperkt tot eventueel hogere kapitaalskosten.

Terwijl de signaalwerking van de *exit*-optie betrekkelijk bot is – in de kern geeft een aandeelhouder hiermee slechts aan elders een beter rendement te kunnen behalen – werkt de *voice*-functie genuanceerder: door het uiten van ongenoegen, het aangaan van een dialoog of het uitbrengen van een stem kan de aandeelhouder nauwkeurig laten weten waar volgens hem het probleem ligt.

De *voice*-optie moge meer ruimte bieden voor maatwerk en creativiteit, nadeel is dat zij dikwijls duur is in verhouding tot de *exit*-optie. De vraag of een ontevreden aandeelhouder zal kiezen voor *voice* hangt daarom mede af van de kosten van een *exit*. In een illiquide markt, of in een markt waarin weinig

24. Hirschman 1970.

alternatieven voorhanden zijn, zal een ontevreden aandeelhouder zijn stem doen horen. Denk aan de aandeelhouder van een BV en aan de VOC in 1622, waarover § 2.1.3. Bovendien zal de *voice*-optie eerder worden uitgeoefend, wanneer de aandeelhouder verwacht hiermee een grotere kans op succes te behalen. Naarmate hij zijn succeskansen lager inschat (als gevolg van een klein belang, coördinatieproblemen, geringe zeggenschapsrechten, verhoudingsgewijs hoge kosten) en de *exit*-mogelijkheden groter zijn (een liquide markt), zal een aandeelhouder eerder gaan *free ride*. Het belang van de *voice*-optie stijgt in een illiquide markt, in een situatie waarin de koers al zo is gedaald, dat de aandeelhouder weinig meer te verliezen heeft of wanneer een aandeelhouder verwacht te zullen worden gesteund door mede-aandeelhouders.²⁵ Hetzelfde kan gelden indien de vennootschap een dominante marktpositie heeft en de belegger zijn portefeuille zo wil inrichten, dat de desbetreffende markt in zijn portefeuille vertegenwoordigd blijft.

Exit en *voice* hangen nog op een andere manier met elkaar samen: zo zal een aandeelhouder zijn *exit* uitstellen, wanneer hij verwacht door het uitoefenen van de *voice*-optie meer succes denkt te behalen. Ook kan een reden om de *exit*-optie niet uit te oefenen erin zijn gelegen dat de aandeelhouder verwacht dat *andere* aandeelhouders succesvol gebruik zullen maken van hun *voice*.²⁶ Tegelijk kan het dreigement van een *exit* de effectiviteit van de *voice*-optie versterken: paradoxaal genoeg kan de aanwezigheid van een *exit*-optie de *bereidheid* tot gebruikmaking van de *voice*-optie verminderen, maar de *effectiviteit* van de *voice*-optie versterken.²⁷ Zo blijken *exit* en *voice* elkaar nu eens te kunnen vervangen, dan weer vullen zij elkaar aan of versterken zij elkaar. De effectiviteit van het ene instrument hangt dikwijls af van de effectiviteit van het andere.

11 Gradaties van betrokkenheid. Uit het verband tussen *exit* en *voice* bleek reeds dat er vele gradaties bestaan van betrokkenheid van aandeelhouders. Uitersten vormen enerzijds de controlerend grootaandeelhouder en anderzijds de geheel passieve *free rider*. Daartussen ligt een breed spectrum aan betrokkenheid. Een aandeelhouder kan routineus een stemadvies opvolgen, een duurzame betrokkenheid tonen,²⁸ of pas uit ‘zijne dommeling’ worden wakkergeschud in reactie op gebeurtenissen die zijn belangen bedreigen.²⁹

25. Vgl. Hirschman 1970, 35 e.v.

26. Hirschman 1970, 38.

27. Hirschman 1970, 83.

28. Winter 2011a.

29. Voorbeelden van defensief activisme bieden de VOC in de jaren 1620 (nr. 55 e.v.), de Amsterdamse Assurantiecompagnie vanaf 1772 (nr. 84 e.v.), de NHM in de jaren 1840 (nr. 120), de aandeelhouders van Koninklijke Olie die zich tegen het bindend voordrachtsrecht verzetten (nr. 126) en de ‘onteigende’ Fortis-aandeelhouders na de gebeurtenissen van de herfst 2008.

Ook duurzaam betrokken aandeelhouders kunnen zich in zwaar weer activistisch gaan opstellen. Een dergelijk aandeelhoudersactivisme heeft vaak *defensieve* trekken, gericht op het behoud van de waarde van de investering.³⁰ Een defensieve activist investeert niet met het oog op zijn activisme en is vaak reactief van aard: een bepaalde ontwikkeling vormt de reden voor de aandeelhouder om zijn stem te verheffen. Voor sommige defensieve activisten ligt hun activisme in het verlengde van een duurzaam engagement dat deel is van de beleggingsstrategie, andere defensieve activisten waren aanvankelijk passiever. Kenmerkend voor veel defensieve activisten is dat zij veelal niet zijn ingestapt *teneinde* een verandering te bewerkstelligen die een eenmalige of kortdurende winst oplevert.

Dit is anders voor wat betreft *offensieve* aandeelhoudersactivisten, al verloopt de grens vloeiend. Hoewel er al in de 19^e eeuw voorbeelden van offensief activisme te vinden zijn,³¹ is de moderne variant pas in de jaren '80 van de vorige eeuw ontstaan en kort na de millenniumwisseling ook in Nederland gearriveerd.³² Offensieve activisten, vaak *hedge* fondsen, gedragen zich proactief: zij investeren in vennootschappen met de intentie zich activistisch te gedragen teneinde daarmee eenmalige baten te genereren. Offensieve activisten richten zich doorgaans op matig tot redelijk gezonde vennootschappen met een lage marktwaarde in verhouding tot hun boekwaarde. Veelal kennen de doelvennootschappen een gespreid aandelenbezit en is de markt in hun aandelen liquide. De doelvennootschappen hebben vaak een grote hoeveelheid kasgeld dat niet direct een bestemming heeft en/of verscheidene divisies die een relatief zelfstandig bestaan (kunnen) leiden.³³ Offensieve activisten zijn er niet op gericht zich duurzaam aan de vennootschap te verbinden: zij beogen veelal binnen twee à drie jaar een eenmalige winst op te strijken, bijvoorbeeld in de vorm van een superdividend of verkoop van (een zelfstandig onderdeel van) de onderneming. Zodra dit doel is bereikt of binnen de gekozen beleggingshorizon niet meer valt te bereiken, vervreemden zij hun belang. Hun strategie proberen offensieve activisten niet alleen in de AVA te verwezenlijken, maar vooral ook daarbuiten, in gesprekken met de vennootschapsleiding, via de pers en in de rechtszaal. De beperkte tijdshorizon kan hun soms agressieve opstelling verklaren.

Offensief aandeelhoudersactivisme is meer omstreden dan defensief activisme; het zou niet zozeer leiden tot waardecreatie, als wel tot het onttrekken van waarde aan de vennootschap of aan andere betrokkenen zoals obligatiehouders. Anderzijds kunnen offensieve activisten ook misstanden of inefficiënt ondernemen aan de kaak stellen. Offensief activisme kan wellicht positiever gewaardeerd worden, naarmate aandeelhouders minder zeggenschap genieten

30. De karakterisering van defensief en offensief activisme is ontleend aan Chiu 2010.

31. Armour & Cheffins 2009.

32. Chiu 2010, 71 e.v.

33. Chiu 2010, 76.

(zoals in de VS); onder die omstandigheden kan offensief activisme bijdragen aan een wenselijke verschuiving van de interne zeggenschapsverhoudingen. Naarmate de machtsbalans tussen bestuur en aandeelhouders meer verschuift ten gunste van aandeelhouders, kan offensief activisme juist eerder leiden tot verstoring van het evenwicht.

Het offensieve aandeelhoudersactivisme bij Stork, ABN AMRO en ASMI heeft het afgelopen decennium tot veel publiciteit geleid, mede omdat zich dit in de rechtszaal heeft afgespeeld. Offensieve activisten hebben ook succes geboekt bij VNU en TNT Post; daarnaast hebben bijvoorbeeld Philips en Ahold met offensief activisme te maken gehad.

12 Marktfalen. Dat markten van tijd tot tijd collectief irrationeel gedrag vertonen is bekend sinds de tulpen crisis in 1637 – een episode die buiten het bereik van deze studie valt omdat zij geen betrekking heeft op de kapitaalvennootschap. De eerste maal dat de aandelenmarkten een periode van collectief irrationeel gedrag vertoonden was tijdens de windhandel van 1720:

Ik onderwind³⁴ van Windt te spreken,
Nu dat zich duizende even dol,
In losse Wind-Negotie steeken,
En al de wereldt is op hol.
(...)
Wat wildt gewoel! Wat dollen handel!
Wat al Poe-Hanen vindt men hier;
Wie ik ontmoet, waar dat ik wandel,
Den minsten is een Cavaljier.

‘k hoor de *Bubbel winden* blazen,
Een ongehoorde vreemde Orcaan
Door onze zeven Landen razen,
Die niemandt kent, noch kan verstaan.³⁵

Bovenstaand vers getuigt van overmatig optimisme en kuddegedrag op de aandelenmarkt in 1720. Al in 1906 is collectief irrationeel gedrag vanuit gedragseconomisch perspectief geanalyseerd, en sinds de internetluchtbel en de kredietcrisis dringen de consequenties van dergelijke vormen van marktfalen ook door tot het publieke debat.³⁶

34. Onderwinden: zich met iets bemoeien, inlaten.

35. *Groote Tafereel*, ‘Versameling van Gedigten door verschyde Liefhebbers gemaakt, op de Buytenspoorige Wind- en Actie-Handel, en derselver ondergang in den Jaare 1720, 7.

36. Petrzycki 1906. Recentelijk bijv. Kahneman 2011 en Cassidy 2009.

Uit empirisch onderzoek blijkt voorts dat aandeelhouders en bestuurders geneigd zijn tot kortetermijngedrag. In de economische literatuur spreekt men ook van *myopia*, bijziendheid.³⁷ Wanneer aandeelhouders het stemrecht uitoefenen op basis van een te korte horizon, dan is het mogelijk dat hierdoor op de langere termijn waarde wordt vernietigd. Ditzelfde geldt *a fortiori* wanneer bestuurders zich eveneens door een te korte termijn laten leiden (§ 10.2).

13 Aandeelhoudersbelang of belangenpluralisme? Bij kleine kapitaalvennootschappen is het belang van de vennootschap nauw verbonden met dat van de aandeelhouders. Naarmate de onderneming groeit, stijgt het aantal belanghebbenden bij het succes van vennootschap en onderneming: niet alleen aandeelhouders, ook crediteuren, werknemers, toeleveranciers en het algemeen belang kunnen met het welslagen van vennootschap en onderneming zijn gediend. Een oude strijdvraag is in hoeverre het bestuur met deze belangen rekening dient te houden. In de Anglo-Amerikaanse traditie staat het aandeelhoudersbelang voorop. Meestal is deze opvatting gegrond op de vijfde karakteristiek van de kapitaalvennootschap, het gegeven dat de winst en het liquidatiesaldo uiteindelijk aan de aandeelhouders toekomen. In de rechts-economische literatuur spreekt men ook wel van *residual claim*. Aandeelhouders zijn *residual claimant*, hetgeen betekent dat de waarde van hetgeen zij uit hoofde van hun aandeelhouderschap van de vennootschap zullen ontvangen afhankelijk is van de waarde van de vennootschap.³⁸ Volgens deze opvatting is de maatschappelijke welvaart ermee gediend wanneer bestuurders hun handelen afstemmen op de belangen van aandeelhouders. Immers, wanneer hun belang wordt gemaximaliseerd, impliceert dit dat ‘andere’ crediteuren hun vorderingen eveneens voldaan krijgen. Bovendien zou gerichtheid op het aandeelhoudersbelang bijdragen aan een efficiënte allocatie van schaarse middelen. Maximalisering van de *residual claim* van aandeelhouders impliceert dat zo veel mogelijk overtollige middelen aan de vennootschap worden onttrokken die elders efficiënter kunnen worden ingezet. Hiermee is de maatschappelijke welvaart gediend.

Deze opvatting is niet onomstreden. Niet alleen aandeelhouders, maar ook obligatiehouders, werknemers en andere crediteuren zouden als *residual claimants* zijn aan te merken.³⁹ Weliswaar is de grootte van de *residual claim* van bijvoorbeeld werknemers niet even afhankelijk van de toekomstperspectieven – men zou kunnen zeggen dat de *residual claim* minder volatiel is – maar werknemers kunnen in de regel hun belang minder spreiden dan aandeelhouders. Baanverlies bij faillissement heeft dikwijls grote gevolgen voor werknemers; voor een aandeelhouder die zijn beleggingen goed heeft gespreid

37. Haldane & Davies 2011; Kay 2012.

38. Black 2001; vgl. voorts Jensen & Meckling 1976 en Fama & Jensen 1983.

39. Bijv. Freeman e.a. 2010; Black 2001.

zijn deze gevolgen veel kleiner. Ook op andere gronden wordt betwist dat sturing op het aandeelhoudersbelang bijdraagt aan welvaartsmaximalisatie (zie § 9.1.4)

Als alternatief wordt voorgesteld dat het bestuur de belangen van verschillende belanghebbenden in acht dient te nemen, of dat het zich moet richten naar het belang van vennootschap en onderneming, waarin de belangen van verschillende belanghebbenden een plaats krijgen. Ook deze *stakeholder*-benadering is niet onomstreden. Deze zou de positie van het bestuur te zeer versterken, doordat aan het bestuur wordt overgelaten een belangenafweging te maken. Een belangenafweging waarbij kwalitatieve criteria een rol spelen valt volgens critici onvoldoende te kwantificeren en te controleren aan de hand van objectieve criteria zoals de aandelenkoers.

Het Britse model van *enlightened shareholder value* wordt wel gezien als compromis tussen beide benaderingen. Het bestuur zou zich moeten richten naar het aandeelhoudersbelang, maar daarbinnen belang moeten toekennen aan de belangen van andere betrokkenen, onder wie werknemers, crediteuren en toeleveranciers. Het Britse model is overigens niet de enig denkbare variant van *enlightened shareholder value*. Ook denkbaar is de variant waarin het aandeelhoudersbelang in beginsel voorop staat, maar onder omstandigheden moet wijken, wanneer de belangen van andere betrokkenen onevenredig dreigen te worden getroffen.

14 Tussen *societas* en *universitas*: onderzoeksvraag. Uit bovenstaande vogelvluicht blijkt dat de vierde karakteristiek van de kapitaalvennootschap, de scheiding tussen de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie, niet van problemen is ontbloot. Het succes van de kapitaalvennootschap ten spijt, de vennootschapsgeschiedenis laat zien dat *agency*-problemen zich door de eeuwen hebben voorgedaan, telkens onder ander gesternte. Bijna steeds wanneer het vennootschapsrecht belangrijke veranderingen doormaakte, speelde de verhouding tussen kapitaal en leiding een rol. Aan de hand van de ontwikkeling van zeggenschap van aandeelhouders en de verhouding van de AVA tot het bestuur en NV zou men een kleine geschiedenis van het NV-recht kunnen schrijven. Een *kleine* geschiedenis weliswaar, omdat de hele geschiedenis vooralsnog te veelomvattend is gebleken om in één studie te vatten. Een *kleine geschiedenis* niettemin, omdat aan de hand van de ontwikkeling van de positie van de aandeelhoudersvergadering in relatie tot het bestuur en NV belangrijke markeringspunten in de Nederlandse vennootschapsgeschiedenis aan bod komen.

Hoewel de *agency*-problematiek ruimschoots aan bod komt, wordt de verhouding tussen kapitaal en leiding ook vanuit ander perspectief onderzocht. Vennootschap en onderneming kennen tal van betrokkenen, met gedeelde en eigen belangen. Men zou zich kunnen afvragen hoe deelbelangen van individuele aandeelhouders zich verhouden tot collectief gedeelde of overstijgende belangen. Wordt de rechtsverhouding van een individuele aandeelhouder tot

de vennootschap gekenmerkt door een contractuele relatie, waarin de individuele positie van de aandeelhouder voorop staat; of moet deze relatie veeleer als een lidmaatschapsverhouding worden gekwalificeerd, met het accent op het collectieve belang? Het spanningsveld tussen individu en collectief doet zich niet alleen in het publiekrecht voor, maar ook binnen de vennootschap.

Vanuit historisch perspectief is het interessant om de verhouding tussen aandeelhouder en vennootschap vanuit deze invalshoek te onderzoeken omdat er twee rechtsvormen bestaan die zich ieder aan het andere uiterste van het spectrum bevinden: de *societas* en de *universitas*. Het vennootschapsrechtelijke begrippenkader is door de eeuwen heen ontleend aan de Romeinse *societas*, de maatschap. Ook de actiëncompagnie is wel uitgelegd aan de hand van het begrippenkader dat aan de *societas* is ontleend. In latere eeuwen is bovendien vaak teruggegrepen op de *societas*, het archetype van de NV als samenwerking tussen vennoten, op de gerichtheid op het belang van de vennoten (aandeelhouders), het contractuele karakter van de NV, de zeggenschap van *individuele* aandeelhouders en de bescherming van minderheidsaandeelhouders.

De *universitas* is een van oorsprong Romeinsrechtelijke rechtsvorm op basis waarvan sinds de Middeleeuwen niet alleen het verenigingsrecht is ontwikkeld, maar ook de notie van rechtspersoonlijkheid. Verwant aan de *universitas* is de Engelse de *corporation* waaruit de Engelse kapitaalvennootschap is voortgekomen, de *joint stock company*. Deze vennootschapsvorm, met als bekendste representant de *East India Company*, vertoonde juist voor wat betreft de zeggenschap van aandeelhouders grote verschillen met de VOC en heeft invloed uitgeoefend op de actiëncompagnie. In de 19^e en 20^e eeuw zou bovendien de *universitas* argumenten verschaffen aan hen die een institutionele visie op de kapitaalvennootschap verdedigden. De *universitas*, in het bijzonder de corporatieve variant die wordt gekenmerkt door een sterke ledenorganisatie, vertegenwoordigt een aan de *societas* tegenovergesteld archetype van de NV: zij belichaamt de eenheid van de NV, haar rechtspersoonlijkheid, het meerderheidsbeginsel, het institutionele karakter van de NV, de analogie met de staat, de continuïteit van de vennootschap, en het eigen belang van de vennootschap dat de verschillende deelbelangen overstijgt.

In overdrachtelijke zin kan men de *societas* en *universitas* beschouwen als twee uitersten van een spectrum waarbinnen het vennootschapsrecht zich beweegt: tussen het individualisme van de *societas*, met haar gerichtheid op individuele belangen van aandeelhouders, en de *universitas* die het overstijgende belang van alle gezamenlijke betrokkenen, van het collectief, het instituut vertegenwoordigt.⁴⁰ Telkens weer komen de belangentegenstellingen tussen individu en collectief, tussen deelbelang en gedeeld belang naar voren.

40. Overigens bestond binnen de *universitas* ook aandacht voor de belangen van de minderheid (nr. 32 en 37). Niettemin was de *universitas* onmiskenbaar minder individualistisch dan de *societas*.

Bij kleine vennootschappen staan de belangen individuele betrokkenen voorop, bij grote meer het collectieve belang. Dit uit zich bijvoorbeeld in het instructierecht en de omvang van de bestuursautonomie: aandeelhouders van een flex-BV hebben meer mogelijkheden om het bestuur te instrueren dan aandeelhouders van een beurs-NV. In besloten verhoudingen komt meer gewicht toe aan de belangen van individuele aandeelhouders. In een beurs-NV zal het accent eerder liggen op het collectieve belang dat is gebaat bij een sterk bestuur. Het spanningsveld tussen *societas* en *universitas*, overdrachtelijk beschouwd, biedt zo een geschikt perspectief om de verhouding van aandeelhouders tot de vennootschap te onderzoeken. Tevens wordt onderzocht in hoeverre elementen die vallen te herleiden tot de *societas* en *universitas* het vennootschapsrecht in de loop van de tijd invloed op de kapitaalvennootschap hebben uitgeoefend.

Deze studie heeft daarmee een tweeledig doel. Ten eerste probeert zij beter inzicht te geven in de ontwikkeling van de kapitaalvennootschap door deze te onderzoeken vanuit de invalshoek van de scheiding van kapitaal en leiding. In de tweede plaats probeert zij bij te dragen aan een beter begrip van de scheiding van kapitaal en leiding door de verhouding van de kapitaalverschaffers tot het bestuur en de vennootschap te onderzoeken vanuit historisch perspectief. Onderzocht wordt welke drijfveren telkens ten grondslag hebben gelegen aan veranderingen in de verhouding tussen kapitaal en leiding. Het accent zal liggen op de verhouding van de kapitaalverschaffers tot de vennootschap en haar leiding. De relatie tussen AVA en bestuur zal dus niet vanuit tweezijdig perspectief worden geanalyseerd.

Deze studie richt zich op de open kapitaalvennootschap, waaronder mede begrepen de beursvennootschap of beurs-NV.⁴¹ Vóór het einde van de 19^e eeuw kan deze beperking van de onderzoeksvraag echter niet altijd worden doorgevoerd, omdat niet altijd een onderscheid tussen open en besloten kapitaalvennootschap – vóór de codificatie aan te duiden als actiëncompagnie – valt te maken. De nadruk zal verder liggen op het Nederlandse recht. Buitenlandse ontwikkelingen komen weliswaar aan de orde, maar slechts voor zover deze voor het Nederlandse recht relevant zijn.

Het bovenstaande leidt tot de volgende onderzoeksvragen:

- Welke rechtsvormen hebben invloed uitgeoefend op het ontstaan en de ontwikkeling van de kapitaalvennootschap in het algemeen en de zeggenschapspositie van kapitaalverschaffers in het bijzonder?

41. De open NV die niet beursgenoteerd is, komt nog maar zelden voor. Vanaf de 20^e eeuw zal daarom de beurs-NV centraal staan, ofwel, in de huidige wettelijke terminologie: een vennootschap, waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit, als bedoeld in art. 1:1 Wft of een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is.

- Hoe verliep de ontwikkeling van de kapitaalvennootschap als rechtspersoonlijkheid bezittende rechtsvorm?
- Hoe heeft de zeggenschapsverhouding tussen kapitaalverschaffers en vennootschapsleiding van open kapitaalvennootschappen zich ontwikkeld sinds het ontstaan van de kapitaalvennootschap en welke drijfveren liggen hieraan ten grondslag?
- Hoe is in de loop der eeuwen omgegaan met het spanningsveld tussen deelbelang en gedeeld belang?

De nadruk ligt op de rechtshistorische analyse. Naarmate het heden meer in zicht komt, zal het waarnemersperspectief geleidelijk plaatsmaken voor het deelnemersperspectief: niet alleen wordt onderzocht hoe het recht is geëvolueerd, maar ook hoe een bepaalde ontwikkeling moet worden gewaardeerd.

15 Plan van behandeling. Deze studie bestaat uit vijf delen. Deel I (hoofdstuk 1) geeft in vogelvlucht de ontwikkeling van de *societas* en de *universitas*. Dit deel beoogt in de eerste plaats inzicht te geven in rechtsvormen die aan de kapitaalvennootschap vooraf gingen. Dit deel is in de tweede plaats van nut, omdat in het vervolg telkens weer zal worden teruggegrepen op de *societas* en *universitas*, al dan niet in overdrachtelijke zin.

Na het eerste deel wordt de chronologische weg ingeslagen. Deel II (hoofdstuk 2 en 3) behandelt de actiëncompagnie vóór de codificaties en valt in tijd grotendeels samen met de periode van de Republiek. Hoofdstuk 2 onderzoekt de zeggenschap van aandeelhouders (participanten) van de grote actiëncompagnieën uit de 17^e eeuw: de VOC en WIC, alsmede, ter contrast, de grote Engelse en Franse handelscompagnieën. Hoofdstuk 3 behandelt de eerste luchtbel in aandelen: de windnegotie van 1720. Dit hoofdstuk onderzoekt de achtergrond van de *South Sea Bubble* en haar vennootschapsrechtelijke gevolgen. Nadat het uiteenspatten van de luchtbel de actiëncompagnie decennialang een slechte naam had bezorgd, volgde een kleine opleving aan het einde van de 18^e eeuw.

Deel III is gewijd aan de 19^e eeuw waarin het moderne vennootschapsrecht gevormd werd. Hoofdstuk 4 analyseert de eerste twee codificaties van het NV-recht: de *Code de Commerce* (1811) en het WvK (1838). Hoofdstuk 5 beslaat een belangrijke periode uit de vennootschapsgeschiedenis die meer aandacht verdient dan tot nu toe is gegeven: die van 1838 tot ongeveer 1900, 1910. De snelle industriële ontwikkeling vanaf het einde van de 19^e eeuw vormde een grote impuls voor het vennootschapsrecht en leidde tot het ontstaan van de moderne beursvennootschap. In deze periode kwamen tal van onderwerpen op die het NV-recht van vandaag de dag nog steeds beheersen.

Deel IV beslaat het grootste deel van de 20^e eeuw, een periode waarin de beurs-NV tot bloei kwam. Hoofdstuk 6 overlapt in tijd gedeeltelijk met het vijfde hoofdstuk. Hoofdstuk 6 behandelt de opkomst van oligarchische structuren vanaf 1898 en de herziening van het vennootschapsrecht in 1928. Hoofdstuk 7 beslaat

het tijdsvlak van 1928 tot 1971. In deze periode vormde de verdere groei van grote ondernemingen een grote drijfveer achter wijzigingen in de verhoudingen tussen kapitaal en leiding. De institutionele opvatting kwam tot wasdom, het belangenpluralisme deed zijn intree. Deze ontwikkelingen leidden tot verzwakking van de zeggenschapspositie van aandeelhouders, culminerend in de structuurregeling. Hierna volgt een intermezzo, een kort hoofdstuk 8 over de periode tussen 1970 en 1985. Deze periode past bij de eraan voorafgaande nu de zeggenschapspositie van aandeelhouders tot een minimum wordt uitgehold. Zij vormt tevens de opmaat naar het laatste deel, omdat sinds de jaren '70 de discussie over de zeggenschap van aandeelhouders in belangrijke mate draait om de toelaatbaarheid van beschermingspreferente aandelen. Vanaf ongeveer 1985 vallen de eerste tekenen te ontwaren die zouden leiden tot een versterking van aandeelhoudersinvloed, culminerend in de overname van ABN AMRO in 2007.

Deel V behandelt het tijdsvlak van 1985 tot vandaag. In deze periode kwam het vennootschapsrecht wereldwijd onder invloed van het rechtseconomisch denken en nam de macht van aandeelhouders geleidelijk weer toe. Hoofdstuk 9 bevat eerst een kritische analyse van de *agency*-theorie die vanaf halverwege de jaren '80 het vennootschapsrecht zou beïnvloeden. Het vervolgt met het Nederlandse vennootschapsrecht tot vandaag de dag. In deze periode krijgt het ondernemingsbegrip geleidelijk een andere kleur. Het belangenpluralisme wordt niet verlaten, maar krijgt in het verlengde van veranderende opvattingen over de onderneming een andere inhoud. Anderen hebben de recente periode reeds uitstekend geanalyseerd; ik veronderstel enige bekendheid met de recente ontwikkelingen.⁴² Het slothoofdstuk, opgebouwd als drieluik, verlaat het historisch perspectief en onderzoekt het spanningsveld tussen *societas* en *universitas* vanuit eigentijds perspectief. Eerst wordt het vennootschapsbelang gedefinieerd in termen van het duurzame succes van de onderneming. Als gevolg van kortetermijnprikkels op de aandelenmarkten lopen de belangen van aandeelhouders echter niet altijd parallel. In het tweede luik staat kortetermijngedrag centraal, alsmede remedies die eraan kunnen bijdragen dat de belangen van individuele aandeelhouders zo veel mogelijk samenvallen met die van de vennootschap. Het derde luik neemt tot uitgangspunt dat de belangen van aandeelhouders en van de vennootschap met elkaar in botsing komen en onderzoekt hoe onder toepassing van het evenredigheidsbeginsel de kloof tussen individuele *socii*, individuele aandeelhouders, en *universitas* valt te overbruggen.

Grote delen van het onderzoeksterrein zijn reeds eerder ontgonnen. Van der Heijdens dissertatie vormt nog steeds het startpunt voor eenieder die de kapitaalvennootschap vóór de codificaties wil bestuderen. Punt heeft onlangs het vennootschapsrecht, inclusief dat van de personenvennootschappen in dezelfde periode onderzocht aan de hand van aantekeningen van Van Bijnkershoeck en Pauw. Klaassen heeft de bevoegdheden van de AVA

42. Bijvoorbeeld Overkleeft 2012; Schouten 2012; Klaassen 2007.

INLEIDING EN ANALYTISCH KADER

vanaf 1838 geanalyseerd. Schouten heeft belangrijk onderzoek gedaan naar de uitoefening van het stemrecht en naar *empty voting*. En Frentrop heeft de Nederlandse *corporate governance*-geschiedenis beschreven vanuit economisch perspectief.⁴³ Op hun werk hoop ik voort te bouwen.

De tekst is afgesloten op 1 september 2013. Met latere jurisprudentie en publicaties kon slechts incidenteel rekening worden gehouden.

43. Van der Heijden 1908; Punt 2010; Klaassen 2007; Schouten 2012; Frentrop 2002; Frentrop 2013.

Deel I: Wortels van de kapitaalvennootschap

Hoofdstuk 1. *Societas* en *universitas*

16 Inleiding: *Societas* en *universitas* als tegenpolen. De wortels van de kapitaalvennootschap gaan terug op talloze uiteenlopende rechtsvormen die vanaf de Middeleeuwen zijn geëvolueerd en geanalyseerd op basis van een Romeinsrechtelijk begrippenkader. Dit hoofdstuk beoogt een beter begrip te krijgen van het ontstaan van de kapitaalvennootschap door de belangrijkste verschillende rechtsvormen in vogelvlucht te schetsen. Twee Romeinsrechtelijke rechtsfiguren liggen aan de basis van de meeste Middeleeuwse en de vroeg-moderne associaties: de *societas* en de *universitas*, beide verenigingen van personen. Voor het overige vormen zij ongeveer elkaars tegenpool. De *societas* is van privaatrechtelijke oorsprong, de *universitas* heeft een publiekrechtelijke achtergrond. De *societas* is bron van verbintenissen; de *universitas* creëert een instituut met een objectiefrechtelijk karakter. De *societas* kon vrijelijk worden aangegaan; de oprichting van de *universitas* vereiste in beginsel de tussenkomst van het publieke gezag. De *societas* regelde slechts de interne rechtsverhoudingen en werkte niet jegens derden; het *Corpus Iuris* bevat nauwelijks regels over de interne verhoudingen binnen de *universitas* en regelt voornamelijk de wijze waarop zij als eenheid aan het rechtsverkeer kon deelnemen. De *societas* eindigde wanneer één van de vennoten om enige reden uitviel; kenmerkend voor de *universitas* was juist dat haar bestaan onafhankelijk was van de identiteit van de met haar verbonden personen. Uit het consensuele karakter van de *societas* vloeit voort dat besluiten de instemming van alle vennoten behoeften; tot de spaarzame regels over de interne verhoudingen binnen de *universitas* behoort juist het meerderheidsbeginsel.

Hoe verschillend ook, de beide rechtsvormen hebben niettemin bijgedragen aan het ontstaan van de kapitaalvennootschap in Europa. Tot op de dag van vandaag wordt teruggegrepen op concepten die vallen te herleiden tot de *societas* en *universitas*. Denk bijvoorbeeld aan de door Scholten en Meijers voorgestane institutionele opvatting van de rechtspersoon: de groei van de onderneming vergde een ander begrip van de rechtspersoon. De *universitas* bood het juridische instrument om tegemoet te komen aan de eisen van de nieuwe tijd (nr. 152). Dit hoofdstuk onderzoekt in § 1.1 en 1.2 de Romeinsrechtelijke achtergrond van beide rechtsvormen en hun evolutie in de Middeleeuwen en vroeg-moderne tijd. De nadruk van dit globale overzicht zal telkens liggen op de relevantie voor het ontstaan van de actiëncompagnie en op de verhouding tussen de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie (nr. 5).

HOOFDSTUK 1

Daarmee levert dit hoofdstuk de stenen waarop in het vervolg zal worden verder gebouwd.

1.1 Personenvennootschappen

1.1.1 *Van societas naar firma-vennootschap*

17 De *societas* in het Romeinse recht. De *societas* vertoont veel overeenkomsten met de stille maatschap.¹ Kenmerkend voor de *societas* was dat vennoten zaken in gemeenschap brachten, teneinde de vruchten hiervan te delen. De winst die de vennoten met het gezamenlijk ingebrachte vermogen beoogden te verdelen schiep een soort vermogensrechtelijke broederschap, een *maatschap*.^{2,3} Dit gezamenlijke doel van de vennoten onderscheidde de *societas* van de gewone mede-eigendom.⁴

Het *Corpus Iuris* bezag de *societas* uitsluitend in haar interne verhoudingen; externe gevolgen heeft het Romeinse recht aan het bestaan van een *societas* niet verbonden. Dit bracht mee dat een vennoot die handelde voor rekening van de maatschap, in beginsel slechts zichzelf kon binden.⁵

Uitgangspunt was dat de vennoten in gelijke delen participeerden in winst en verlies.⁶ Afwijkingen van dit uitgangspunt waren toegelaten, voor zover hiervoor, gelet op de inbreng van vennoten, voldoende rechtvaardiging bestond.⁷ Vennoten die meer baten hadden ontvangen dan hun aandeel rechtvaardigde waren verplicht dit surplus aan hun medevennoten af te staan.⁸ Andersom kon een vennoot die kosten had gemaakt ten behoeve van de maatschap op zijn partners verhaal zoeken.⁹ Een vennootschap waarin één van de vennoten deelde in de winst, maar niet in het verlies, was naar Romeins recht toegestaan; dat gold niet voor de *leonina societas* waarin een vennoot niet in de winst deelde, maar wel in het verlies.¹⁰

De *societas* behoorde tot de zogenaamde consensuele contracten, hetgeen naar Romeins recht meebracht dat de *societas* behoorde tot de categorie

-
1. Over de *societas* o.a. Zimmermann 1996, 451 e.v. en Punt 2010, 44 e.v.
 2. D.17,2,63 pr.: '(...) omdat de vennootschap in zekere zin iets van een broederlijke rechtsverhouding [*quodammodo fraternitatis*] in zich heeft.'
 3. Vertalingen uit het *Corpus Iuris* zijn van Spruit, Feenstra & Bongenaar (red.) 1993–2001.
 4. D.17,2,31.
 5. D.17,2,82.
 6. D.17,2,29 pr.
 7. D.17,2,29. Hierover nader Brandsma 2003; Zimmermann 1996, 458.
 8. D.17,2,63,5.
 9. D.17,2,38. Vgl. ook D.17,2,27 en 28.
 10. D.17,2,29,2 waarover Brandsma 2003.

overeenkomsten die werden geregeerd door de goede trouw. Het consensuele karakter had voorts tot gevolg dat het ontstaan en voortbestaan van de *societas* afhankelijk was van wilsovereenstemming tussen alle vennoten.¹¹ Het consensuele karakter impliceerde een nauwe verbondenheid tussen de *societas* en ieder van haar vennoten. Iedere vennoot kon de overeenkomst daarom te allen tijde opzeggen, met dien verstande dat de goede trouw kon beletten dat de vennoten van hun opzeggingsrecht misbruik maakten, bijvoorbeeld door op een ontijdig moment op te zeggen.¹² Omdat in de opzegging een einde van de wilsovereenstemming tussen alle vennoten besloten lag, had de opzegging door één vennoot de ontbinding van de vennootschap tot gevolg, ook ten aanzien van de vennoten die de *societas* wensten voort te zetten.¹³ Ook bij overlijden en faillissement eindigde de *societas*.¹⁴ Hetzelfde gold wanneer één of meer vennoten een *actio pro socio* instelde; deze actie was erop gericht vast te stellen hetgeen de vennoten elkaar over en weer verschuldigd waren. Het instellen van de *actio pro socio* bracht naar het Romeinse recht mee dat de vennoten niet langer in staat waren in onderlinge overeenstemming hun vennootschap voort te zetten, zodat het instellen van de *actio pro socio* impliceerde dat de vennootschap was ontbonden.¹⁵ Het consensuele karakter van de *societas* stond eraan in de weg dat een vennoot ten gunste van een nieuwe vennoot uittrad.

Het consensuele karakter van de *societas* zou in later eeuwen herhaaldelijk worden aangegrepen door minderheidsaandeelhouders die hun belangen tegenover de meerderheid en/of de vennootschap beoogden te beschermen (nr. 121).

18 Middeleeuwen; externe aansprakelijkheid. In de Middeleeuwen evolueerden vanuit Italië verschillende soorten vennootschappen die onder een gezamenlijke naam, een *firma*,¹⁶ aan het rechtsverkeer deelnamen. Deze firma-vennootschappen stamden weliswaar niet af van de *societas*, maar de *societas* verschaft wel het begrippenkader aan de hand waarvan firma-vennootschappen in juridische zin werden begrepen.¹⁷ Dit kader schoot echter tekort toen in het rechtsverkeer de behoefte ontstond dat vennoten niet alleen zichzelf, maar ook hun medevennoten zouden binden wanneer zij namens de vennootschap aan het rechtsverkeer deelnamen. Omgekeerd ontstond de behoefte dat derden niet alleen de persoon konden aanspreken met wie zij hadden gehandeld, maar ook de andere partners. De *societas*, die immers slechts de interne rechtsverhoudingen regelde, bood daartoe onvoldoende mogelijkheden.

11. Inst.3,25,4.

12. Inst.3,25,4; D.17,2,65,3 en 4.

13. Zimmermann 1996, 455.

14. D.17,2,4,1.

15. D.17,2,63,10; D.17,2,65,pr.; Zimmermann 1996, 457 en 460.

16. Firma is het Italiaanse woord voor handtekening (Asser 1983, 88).

17. Asser 1983, 5.

HOOFDSTUK 1

De oplossing werd gevonden door de zogenaamde *actio institoria* toe te passen op de vennoten van een *societas*.¹⁸ De *actio institoria* betrof de vordering die naar Romeins recht kon worden ingesteld tegen de achterman die een *institor*, een filiaalhouder of bedrijfsleider, had aangesteld om voor zijn principaal een bedrijf te voeren.¹⁹ Indien een *institor* handelde binnen de last die zijn principaal hem had gegeven, werd aan de wederpartij van de *institor* de *actio institoria* verleend,²⁰ hetgeen betekende dat de achterman subsidiair naast de *institor*²¹ jegens de wederpartij was verbonden.

Voor vennootschappen die zich toelegden op de handel overzee werd de aansprakelijkheid van de vennoten gebaseerd op de *actio exercitoria*, een actie die veel gelijkenis vertoonde met de *actio institoria*. De *actio exercitoria* had betrekking op de verbintenissen die door een schipper waren aangegaan ten behoeve van de reder, de *exercitor*, die eigenaar was van het schip.²² Op grond van de *actio exercitoria* konden zij die hadden gehandeld met de schipper zowel de schipper als de reder aanspreken voor handelingen die de schipper binnen zijn last had verricht.²³ Evenals bij de *actio institoria* was de reder hoofdelijk, zij het subsidiair, aansprakelijk voor verbintenissen die door de schipper waren aangegaan.²⁴ Toepassing van de *actio exercitoria* op de vennootschap leidde tot hoofdelijke aansprakelijkheid van de vennoten (reders) voor de handelingen die de bewindhebber (schipper), al dan niet mede-vennoot, binnen zijn last had verricht.

Door een (stilzwijgende) overeenkomst te veronderstellen dat alle vennoten van een firma-vennootschap elkaar over en weer als *institor* hadden aangesteld – de *mutua praepositio* – werd het resultaat bereikt dat iedere vennoot die in deze hoedanigheid ten behoeve van de vennootschap handelde zijn medevennoten hoofdelijk jegens de derde verbond.²⁵ Zo werd bewerkstelligd dat de vennoten van een firma-vennootschap hoofdelijk aansprakelijk waren voor verbintenissen die een van hen namens de gezamenlijke vennoten was aangegaan. Vereist

18. Mehr 2008, 95 e.v.; Zimmermann 1996, 469 e.v.; Asser 1983, 10 e.v.; 95 e.v.; Punt 2010, 80 e.v.

19. D.14,3,3.

20. D.14,3,13 en 14.

21. Het Romeinse recht heeft altijd moeite gehad met directe vertegenwoordiging; daarom was de *institor* altijd mede jegens de derde gebonden.

22. D.14,1,1,15 en D.14,1,1,1.

23. D.14,1,1,12 en D.14,1,1,17.

24. Een uitzondering op deze hoofdregel gold – en in dit opzicht week de *exercitoria* af van de *institoria* – in de situatie waarin er meer dan één reder was, terwijl alle reders voor eigen rekening als schipper optraden. In dat geval was elk van hen *pro parte*, naar rato van ieders belang, gebonden. Als rechtvaardiging voor deze beperking van de aansprakelijkheid werd aangevoerd dat de reders niet geacht werden elkaars kapitein te zijn (D.14,1,1,25–14,1,4 pr). Hierover ook Asser 1983, 95–96 en Van der Heijden 1908, 50–51.

25. Asser 1983, 163 e.v.; Mehr 2008, 95 e.v.; Van der Heijden 1908, 50; Van Brakel 1908, 174; Punt 2010, 61.

was wel dat de *institor* zijn mandaat niet overschreed en dat hij handelde namens de vennootschap en tijdens haar bestaan.²⁶

Langs deze weg kon een juridische basis worden gevonden voor het handelsgebruik dat alle vennoten aansprakelijk waren voor schulden die één van hen namens de vennootschap was aangegaan.²⁷ Deze constructie werd met name toegepast bij de Italiaanse *compagnia* die in de late Middeleeuwen veel werd gebruikt door familie-ondernemingen die onder één naam, een firma, naar buiten traden.²⁸ De firma-naam bestond uit de naam van een of meer vennoten, gevolgd door & *Co(mpagnia)*. Hieruit kon de wederpartij de *mutua praepositio* afleiden, zodat alle compagnons door de handelende vennoot hoofdelijk werden verbonden.

19 De Nederlanden. De *compagnia* was ook in de Nederlanden bekend onder de naam *compagnie* of *sociëteit*. Ook hier waren de vennoten hoofdelijk voor elkaars handelingen aansprakelijk. Zo bepaalde art. 1 van titel LII van de *Impressae*-editie van de Antwerpse costumen (1582):²⁹

‘Die t’samen staen in Compaignie van coopmanschap sijn een voor al gehouden voor de schulden vande compaignie, ende mach een yegelijck in solidum daer voor aenghesproken worden, behoudelijc hem sijn verhael op sijne compaignie.’

De *Compilatae*-editie van de Antwerpse Costumen uit 1608 bepaalde expliciet dat de toepasselijkheid van de *actio institoria* werd geconstrueerd door middel van de *mutua praepositio*:³⁰

‘Die t’saemen staen in geselschap van handel, sonder dat ijmant int besonder last is gegeven om hun oft het geselschap te verbinden, worden verstaen d’een den anderen daertoe last gegeven te hebben, ende sijn oversulcx een voor al voor des anders contracten gehouden, ende mogen elck int geheel daervoer aengesproken worden, soo wanneer den naem van de compaignie daerinne gebruijckt (...).’

Ook in de Noordelijke Nederlanden was deze vorm van compaignie bekend.³¹ Hoewel de heersende leer niet eenduidig was, lijkt ook hier het uitgangspunt dat

26. Asser 1983, 14.

27. Uitvoerig en met meer nuances dan ik hier kan weergeven: Asser 1983, 199 e.v.

28. Lat.: *cum* (samen) + *panis* (brood); met wie men brood deelt; vgl. Fr.: *copain*; Nl: kompaan, compagnon.

29. *Costumen van Antwerpen (Impressae)* 1584; voorts Asser 1983, 101.

30. Tekst ontleend aan Asser 1983, 102. Voorts www.kuleuven-kulak.be/facult/rechten/Monballyu/Rechtlagelanden/Brabantsrecht/brabantsrechtindex.htm.

31. Van Brakel 1917, 160–167, i.h.b. 161–162.

HOOFDSTUK 1

vennoten hoofdelijk jegens derden aansprakelijk waren voor elkanders handelingen.³²

Uit de door Van Brakel verzamelde contracten blijkt dat deze vennootschappen zich vooral bezighielden met handel en nijverheid.³³ Gelijk het geval was met de Romeinse *societas*, werden deze firma-vennootschappen beheerst door de goed trouw (*bona fides*). Nu eens werd dit uitdrukkelijk in de contracten opgenomen, dan weer volstond men met de belofte van trouw en de verplichting ten behoeve van de vennootschap de zorg te betrachten als betrof het ieders eigen zaken (*quam in suis*). De goede trouw kwam voorts tot uitdrukking in de rekening en verantwoording die de vennoten elkaar over en weer verschuldigd waren.³⁴ Soms werd uitdrukkelijk opgenomen dat de vennoten elkaars boeken mochten inzien.³⁵

1.1.2 *De commenda, societas per viam accomanditae en de factorijvennootschap*

20 Verspreiding vanuit Italië. Ten tijde van het ontstaan van de actiëncompagnie, rond 1600, was de commanditaire vennootschap in de huidige betekenis nog niet bekend. Toch hebben commanditaire verhoudingen van oudsher op verschillende plaatsen bestaan.³⁶ Een vroege Europese commanditaire samenwerking tussen een kapitaalverschaffer en koopman is de *commenda* (Lat.: *(ac)commendare*, toevertrouwen, overgeven) die zich vanaf de 11^e en 12^e eeuw vanuit Italië over Europa verspreidde. Als *commenda* worden aangeduid verschillende op elkaar gelijkende handelsovereenkomsten tussen een investeerder (*commendator*, *accommodator* of *socius stans*) en een koopman (*tractator*, *commendatarius* of *factor*), waarbij de *tractator* handel dreef met kapitaal, een schip en/of handelswaren die door de *commendator* ter beschikking waren gesteld.³⁷ De aansprakelijkheid van de *commendator* was doorgaans extern beperkt tot hetgeen deze had ingebracht; dikwijls was ook de interne aansprakelijkheid in enige mate beperkt. De *commendator* liep het risico van de handelsreis en had in veel gevallen de zeggenschap over de onderneming, bijvoorbeeld over

32. Uitvoeriger en met meer nuances Asser 1983, 100–103; Punt 2010, 83–93.

33. Van Brakel 1917, 14–15.

34. Mehr 2008, 70 ziet in het *Corpus Iuris* een algemeen beginsel dat hij die handeldrijft met andermans goederen, gehouden is tot het afleggen van rekening en verantwoording. Hij grondt dit op D.2,13,9, D.27,2,3,1, D.3,5,2 *i.f.*, D.17,1,10,1 en D.17,1,20.

35. Van Brakel 1917, 15.

36. Zeer oud is de *Codex Hammurabi* uit Mesopotamië (18^e eeuw v.Chr.) waarin commanditaire rechtsverhoudingen voorkomen. Ook de Byzantijnse *chreokoinonia* en de Joodse *Isqa* vertonen commanditaire eigenschappen, alsmede de *qirad* (ook wel *mudaraba* genaamd) en de *muqarada* wier wortels terug gaan tot het Arabisch schiereiland van voor de islam. (Pryor 1977; Harris 2009a; Tervoort 2013, 187)

37. Duynstee 1940, 10 e.v.; Pryor 1977, 6 e.v.; Asser 1983, 86 e.v.; Harris 2009a, 609 e.v.; Tervoort 2013, 184 e.v.

de te verhandelen goederen en de bestemming van de handelsreis. De *tractator* handelde doorgaans in eigen naam maar voor rekening en risico van de *commendator*; voor de wederpartij was meestal niet kenbaar dat de *tractator* niet (geheel) voor eigen rekening en risico handelde.

Als gevolg van de geografische scheiding tussen *commendator* en *tractator* had de *tractator* een belangrijke vrijheid bij de uitvoering van zijn werkzaamheden, hetgeen naar de aard van het contract leidde tot een grote mate van informatie-asymmetrie; mede om deze reden werd de rechtsverhouding beheerst door de goede trouw.³⁸ Deze kwam onder andere tot uitdrukking in de verplichting van de *tractator* om rekening en verantwoording af te leggen. Vervolgens werd de opbrengst tussen partijen verdeeld. De *tractator* ontving een aandeel in de winst, provisie en/of een vast loon.³⁹ De winst of het restant ervan kwam toe aan de *commendator* die op die manier zijn geld kon investeren zonder getroffen te worden door het canonieke renteverbod. Het *commenda*-contract schiep voorts investeringsmogelijkheden voor personen van adel of geestelijkheid die zich vanwege hun stand niet met de koophandel konden inlaten.

De *commenda* kende talloze verschijningsvormen. Het hierboven beschreven eenvoudige type waarin de *tractator* geen eigen vermogen inbracht wordt wel eenzijdige *commenda* genoemd.⁴⁰ Bij deze eenzijdige *commenda* werden alle verliezen gedragen door de *commendator*, terwijl de *tractator* de kosten van de reis droeg. Bij de meerzijdige *commenda* werd door de *tractator* niet alleen arbeid, maar ook vermogen ingebracht. Gebruikelijk was dat de *tractator* 1/3 van het kapitaal inbracht, 1/3 van de verliezen droeg en de helft van de winst genoot. In de meeste gevallen was de *commendator* de dominante contractspartij;⁴¹ men spreekt dan van een *commissie-commenda*. Als *participatie-commenda* wordt aangeduid de samenwerking waarbij de *commendator* de koers bepaalde; de positie van de *commendator* is dan dikwijls niet of nauwelijks te onderscheiden van die van geldschietter/crediteur. Men kan zich soms zelfs afvragen of wel sprake is van een vennootschapsverhouding, dan wel van een geldlening. Dikwijls bleek niet zozeer de inhoud van een *commenda*-overeenkomst beslissend te zijn voor de kwalificatie als geldlening of vennootschap, als wel het recht van de stad waarin de overeenkomst werd gesloten.⁴² De veelkleurige praktijk heeft bewezen dat er een vloeiende overgang bestond van geldleningsovereenkomst, via *participatie-commenda* naar de

38. Harris 2009a, 610.

39. Duynstee 1940, 11; Asser 1983, 87.

40. Duynstee 1940, 11; Pryor 1977, 6. In Venetië werd deze *rogadia* genoemd.

41. Duynstee 1941, t.a.p.; Asser 1983, 87. In Venetië *collegantia* genoemd.

42. Zo werd in Venetië en Amalfi doorgaans gesproken van *creditor/debitor*, terwijl in Genua en Pisa dezelfde rechtsverhouding als vennootschap werd gekwalificeerd (Pryor 1977, 13–14; Duynstee 1940, 14–15; Punt 2010, 51).

commissie-commenda.⁴³ Sommige *commenda*-contracten werden ook wel aangeduid lastgeving, commissie- of agentuur-overeenkomst, of als overeenkomst van (ver)bruikleen of bewaargeving.⁴⁴

Vanaf het einde van de Middeleeuwen werd de *commenda* steeds meer beschreven aan de hand van het begrippenkader dat was ontleend aan de *societas*.⁴⁵ Zo kon de *commenda* worden beschouwd als een Romeinsrechtelijke *societas* waarbij de ene vennoot kapitaal, de andere arbeid inbracht.⁴⁶ Overigens paste de *commenda* niet helemaal binnen het kader van de Romeinse *societas*, maar de verschillen waren niet onoverkomelijk.⁴⁷ De externe beperkte aansprakelijkheid van de *commendator* vloeide rechtstreeks voort uit het feit dat de *tractator* in eigen naam handelde en dat de aanwezigheid van een *commendator* voor derden niet bekend was; daar kwam nog bij dat de *societas* uitsluitend betrekking had op de interne verhoudingen en dat de *tractator* zijn achterman niet mede kon binden zo lang hij niet tevens als *institor* werd beschouwd.

Was de *commenda* dus meestal een soort stille maatschap waarbij voor derden niet kenbaar was dat de *tractator* niet (geheel) handelde voor eigen rekening en risico, vanaf het begin van de 15^e eeuw ontstonden in de Italiaanse handelssteden ook naar buiten toe optredende ‘commanditaire vennootschappen’. Deze kwamen echter niet rechtstreeks voort uit de *commenda*, maar uit de *compagnia* die door de *commenda*-gedachte was gewijzigd.⁴⁸ In Venetië werden deze vennootschappen *societates per viam*

43. Vermoedelijk stamt echter de CV niet rechtstreeks af van de *commenda*; de historische wortels van de CV lijken veeleer terug te gaan op een door *commenda*-verhoudingen gewijzigde openbare vennootschap (Duynstee 1940, 75).

44. Duynstee 1940, 11; Asser 1983, 87.

45. De *commenda* was evenwel in het klassieke Romeinse recht onbekend. Hoewel het *foenus nauticum* (D.22,2), een leencontract dat in de handel overzee werd gebruikt, enige gelijkenis met de *commenda* vertoont, wordt aangenomen dat er geen direct verband bestaat tussen beide. Hetzelfde geldt voor het *peculium* (D.15,1), het handgeld dat een *paterfamilias* kon toekennen aan een kind dat onder zijn gezag stond of aan zijn slaaf, waarmee de laatste zelfstandig aan het rechtsverkeer kon deelnemen. Zie Pryor 1977, 19 e.v. en Fleckner 2010.

46. D.17,2,29, pr. en 1.

47. Anders dan de *societas*, die een consensueel karakter had, was de *commenda* een reële overeenkomst, d.w.z. dat zij niet alleen door de wilsovereenstemming van partijen ontstond, maar pas door de afgifte van het geld of de goederen door de *commendator* aan de *tractator*. Daarnaast vergde de passieve rol van de *commendator* en het feit dat de *tractator* handelde op eigen naam enkele aanpassingen op het uitgangspunt dat de vennoten gezamenlijk betrokken zijn bij het beheer (D.17,2,64). Voorts paste de interne beperkte aansprakelijkheid van de *commendator* niet in het uitgangspunt dat de vennoten gemaakte kosten zouden verrekenen (vgl. D.17,2,27, D.17,2,28 en D.17,2,82). Zie nader Pryor 1977, 20 e.v.

48. Punt 2010, 63.

accomanditae genoemd,⁴⁹ waarbij de beherend vennoten als *institores* extern hoofdelijk aansprakelijk waren voor de handelingen die ieder van hen in naam van de vennootschap verrichtte.⁵⁰

21 Antwerpen. Vanuit de Italiaanse handelssteden heeft de *societas per viam accomanditae* zich vermoedelijk in de tweede helft van de 16^e eeuw verspreid naar Antwerpen dat veel handelscontacten met de Italiaanse steden onderhield.⁵¹ De *Compilatae*-editie van de Costumen uit 1608 bevatte een uit het Genuese stadsrecht overgenomen bepaling over de beperkte aansprakelijkheid van een participant in een *participatie-commenda*.⁵²

‘Die geen medegesel van eenige compaignie en is, noch daervore int contract van compaignie bekent, maar alleen compt in participatie van den handel naer advenant van eenige somme, die hy aen de compaignie heeft gedaen, om die tot synen proffyte in hunnen handel te hebben ende daervan gewin ende verlies te geven, die en mach voor de schulden van de compaignie niet aengesproken wordden, noch en is daerinne niet voorder gehouden, dan dat hy syne ingebrochte somme, soo lange die daer is, can verliesen.’⁵³

Aangezien de Antwerpse costumen het geldende gewoonterecht bevatten, impliceerde dit dat deze *commenda*-vorm daar al vóór 1608 bekend moet zijn geweest. Het is daarom niet onwaarschijnlijk dat deze *commenda*-vorm bekend was bij de Antwerpse kooplieden die na de val van Antwerpen in 1585 naar de Noordelijke Nederlanden uitweken.⁵⁴ Inderdaad blijkt dit uit een tweetal door Van Brakel gedocumenteerde *commenda*-contracten uit 1590 en 1598. In deze contracten traden enkele prominente uit Antwerpen afkomstige kooplieden als vennoot op.⁵⁵ Zo rekende één van deze vennootschappen Isaäc

49. Asser 1983, 86 e.v.; Van der Heijden 1908, 13 e.v.; Duynstee 1940, 10 e.v.

50. Van der Heijden 1908, 14; Duynstee 1940, 16 e.v.; Mehr 2008, 171 en 338 e.v. Mehr 2008 (*Quellenanhang*), 341 en 344–346 geeft voorbeelden van de statuten van Genua, Bologna en Rome over deze vennootschappen.

51. Van der Heijden 1908, 74 e.v.

52. De ruysscher 2009, 216; de desbetreffende bepalingen uit het Genuese stadsrecht zijn opgenomen in Mehr 2008 (*Quellenanhang*), 341.

53. *Compilatae*, Deel 4, tit. 9 § 1, art. 8 (ontleend aan Van der Heijden 1908, 74–75); hierover voorts De ruysscher 2009, 216.

54. Van der Heijden 1908, 75. Vgl. voorts Den Heijer 2005, 16 e.v. en Asser 1983, 90.

55. Van Brakel 1914, 159–160; 178–180; 187–190; Van Brakel 1917, 5–6. Le Maire was partij bij het tweede contract; vennoot bij het eerste contract waren de Antwerpse gebroeders Jacques en Marten en hun neef Gilles della Faille. De familie Della Faille vervulde een voortrekkersrol in de Noord-Nederlandse handel op het Middellandse Zeegebied, waaronder Napels en Venetië (Den Heijer 2005, 17).

le Maire tot haar compagnons. Deze prominente Amsterdamse koopman, geboren in de Zuidelijke Nederlanden, trad in 1598 als *commendator* op in een *commenda* die zich toelagde op de productie en verkoop van brandewijn in Valencia. In beide gevallen hadden de *commendatores* de overwegende zeggenschap over bijvoorbeeld de bestemming van de handelsreis, ondanks de vrijheid van de *tractator* bij het handelen in den vreemde. Het is kortom aannemelijk dat vennootschappen die zijn gebaseerd op de verschillende *commenda*-varianten zich via Antwerpse kooplieden in de laatste decennia van de 16^e eeuw naar de Noordelijke Nederlanden hebben verspreid. Dit is van belang, omdat de voorcompagnieën, de vennootschappen die direct aan de VOC voorafgingen, waarschijnlijk door deze vennootschapsvorm zijn beïnvloed. Hierover komen wij in § 1.1.4 te spreken.

22 Factorijvennootschap. De zuidelijke *commenda*-varianten vielen hier in vruchtbare bodem, want reeds sinds de Middeleeuwen waren vergelijkbare samenwerkingsvormen in de Noordelijke Nederlanden bekend als *sendeve* en de *wederlegginge*; in navolging van Van Brakel zal ik dergelijke samenwerkingsvormen aanduiden als factorijvennootschap.⁵⁶ Daarbij passen echter twee *caveats*. In de eerste plaats was naar het oordeel van partijen doorgaans geen sprake van een vennootschap wanneer de *tractator*, vaak aangeduid als *factoor*, niet mede participeerde. Ten tweede werd er ten tijde van de Republiek geen scherp onderscheid gemaakt tussen verschillende vennootschapsvormen. Kenmerkend voor factorijvennootschappen is dat één of meer vennoten niet naar buiten toe optraden, maar dat impliceerde niet zonder meer een ander aansprakelijkheidsregime voor de vennoten. Meer in het algemeen bestond ten tijde van de Republiek veel onduidelijkheid over de externe aansprakelijkheid van vennoten. Hier kan slechts worden volstaan met enkele hoofdlijnen.⁵⁷

Wanneer de *factoor* niet op naam van de vennootschap handelde, dan bond hij slechts zichzelf. Afhankelijk van de interne afspraken kon hij verhaal zoeken bij zijn partners; de rechtsverhouding tussen de *factoor* en zijn partners werd gekwalificeerd hetzij als agentuurovereenkomst, hetzij als stille maatschap.⁵⁸ Handelde de *factoor* wel namens de vennootschap, dan waren op grond van het

56. Van Brakel 1914 en Van Brakel 1917. Een vroeg voorbeeld betreft het Deventer Bergenvaarderscontract uit 1489, beschreven door Moorman van Kappen 1984, 157–158. De moderne CV stamt uit het Franse recht (Tervoort 2013, 181 e.v.).

57. Uitvoerig Punt 2010, 79 e.v.; Asser 1983, 84 e.v.

58. Van Brakel 1917, 167 maakt melding van een factorijvennootschap waarbij partijen overeenkwamen dat de interne aansprakelijkheid van de *commendatores* beperkt was tot 50% boven hun inleg. In een ander geval zou de interne aansprakelijkheid de inleg niet te boven gaan (Van Brakel 1914, 185).

commune Romeinse recht de achterliggende vennoten op grond van de *actio institoria* of *actio exercitoria* hoofdelijk mede verbonden voor handelingen verricht door de *factor*. Daarbij was niet van belang of de *factor* al dan niet zelf vennoot was. Volgens Hugo de Groot (1583–1645) week het Rooms-Hollandse recht echter af voor wat betreft de positie van de achterliggende vennoten.⁵⁹ Alsdan waren de vennoten volgens De Groot jegens de wederpartij *elck voor haer aendeel*, dat wil zeggen proportioneel aansprakelijk. Aangenomen wordt dat De Groot de aansprakelijkheid van de vennoten voor handelingen van hun *factor* bovendien heeft willen beperken tot hetgeen iedere vennoot had ingelegd.⁶⁰ De beperkte externe aansprakelijkheid van de vennoten rechtvaardigde De Groot *als den koophandel zijnde schadelick*, waarmee hij vermoedelijk het oog heeft op het feit dat de vennoten niet altijd invloed konden uitoefenen op het handelen van hun vertegenwoordigers. Hoofdelijke aansprakelijkheid van de vennoten zou investeerders dan te zeer afschrikken.

Uit *Inleidinge* III.1.31 leid ik kortom het volgende af: de *factor* bond steeds zichzelf. Handelde de *factor* op naam van de vennootschap en binnen zijn mandaat, dan waren de geldschietende vennoten proportioneel en beperkt aansprakelijk. Daarbij maakte het vanzelfsprekend niet uit of de *factor* al dan niet vennoot was. Was de *factor* zelf vennoot en waren er naast hem nog andere ‘beherend vennoten’, dan komt het mij voor dat ieder van deze beherend vennoten krachtens de *mutua praepositio* hoofdelijk kon worden aangesproken met de *actio institoria* of *exercitoria*.⁶¹

59. De Groot, *Inleidinge* III.1.31: ‘Ten tweede werden koopluiden ende winkel-houdende luiden verbonden door de bewind-hebbers van hare koopmanschappen te water of te lande, te weten in zaken haer vertroude bewind raeckende, niet daer buiten, ende tot dat het selve bewind is wederroepen. Nae de Roomsche rechten plaghen veel medereders van een schip, ofte andere t’samen koophandel drijvende, elck uit de daed van hare bewind-hebbers in ’t gheheel aenghesproocken te werden: maer by ons is sulcs niet aengenomen, als den koophandel zijnde schadelick. Over-sulcs werden de koopluiden alleen verbonden elck voor haer aendeel in de koophandel.’ Hierover ook Asser 1983, 97 e.v.; Punt 2010, 81 e.v.

60. Asser 1983, 98 en 103 e.v. en Punt 2010, 81 e.v. leiden dit af uit *De iure bellis ac pacis* waarin De Groot onder II.11.13 stelling neemt tegen de hoofdregel van hoofdelijke aansprakelijkheid van de stille vennoten en waarin hij proportionele aansprakelijkheid verdedigt. Volgens De Groot geldt in de Nederlanden de regel dat de aansprakelijkheid van vennoten is bepaald tot de waarde van schip en lading (*‘imo contra constitutum ne exercitoria etiam universi amplius teneantur quam ad aestimationem navis et eorum quae in navi sunt’*).

61. Voor meer nuances Punt 2010, 81 e.v. en Asser 1983, 97 e.v. Punt 2010, 81–83 lijkt het bereik van *Inleidinge* III.1.31 te beperken tot de *factor* die zelf geen vennoot was. Ik kan dit niet uit de *Inleidinge* afleiden. Evenmin volgt dit m.i. uit het door Punt 2010, 87 behandelde advies III–143 van De Groot. Daar gaat het om een firma-vennootschap en blijkt niet van geldschietende vennoten.

Factorijvennootschappen werden doorgaans aangegaan voor de handel overzee, waarbij gebruikelijk was dat (enkele van) de vennoten tevens als reder participeerden in het schip dat de lading vervoerde.⁶² Evenals bij de *societas per viam accomanditae* bracht het asymmetrische karakter van de factorijvennootschap met zich dat zij werd beheerst door de goede trouw. Dikwijls bleek dit met zo veel woorden uit de overeenkomst, soms viel dit af te leiden uit de verplichting van de *factor* om rekening en verantwoording af te leggen.⁶³ De goede trouw bracht ook mee dat het de *factor* verboden was om direct of indirect in concurrentie te treden met de vennootschap.⁶⁴

De geldschietende vennoten konden hun aandeel aan derden overdragen.⁶⁵ Deze overdraagbaarheid, gecombineerd met het feit dat een *commendator* extern en intern beperkt aansprakelijk was, brengen mee dat de factorijvennootschappen enige gelijkenis kon vertonen met een actiëncompagnie. Toch was de factorijvennootschap hier nog ver vandaan, omdat zij meestal niet naar buiten als zodanig optrad.

1.1.3 Partenrederij

23 Algemene karakteristiek. De partenrederij is in de 16^e en 17^e eeuw van groot belang geweest voor de opkomst van de Noord-Nederlandse handel, omdat zij kooplieden de mogelijkheid bood tot risicospreiding.⁶⁶ Dikwijls participeerden naast kooplieden ook leveranciers in scheepsbenodigdheden zoals zeilmakers, touwslagers e.d. in de partenrederij.⁶⁷ De eigendom van het schip was verdeeld volgens vaste scheepsparten van 1/8, 1/12, 1/16, 1/24, 1/32 of 1/64-aandelen die bij notariële akte konden worden overgedragen.⁶⁸ De partenrederij had doorgaans uitsluitend betrekking op het schip, terwijl met betrekking tot de lading een aparte vennootschap werd aangegaan, meestal een factorijvennootschap.⁶⁹ Werde de factorijvennootschap doorgaans aangegaan

62. Riemersma 1952, 332 e.v.

63. Van Brakel 1914, 184–186; Van Brakel 1917, 5–6; 157 e.v.

64. Van Brakel 1917, 172 e.v.

65. Van Brakel 1917, 178–179.

66. Den Heijer 2005, 12; Prak & Van Zanden 2013, 96. De risicospreiding bleek zo functioneel, dat de opkomst van verzekeringmaatschappijen in de Nederlanden erdoor is vertraagd (Riemersma 1952, 332).

67. Den Heijer 2005, 12; Hart 1977, 108.

68. Na het overlijden werden deze scheepsparten dikwijls geveild. Hart 1977, 110 laat zien dat zich in de boedel van Jan Ibess, een grote reder, parten van maar liefst 120 schepen bevonden.

69. Riemersma 1952, 332 e.v.

voor de duur van één reis, de partenrederij, die immers betrekking had op het schip, kon jarenlang bestaan.⁷⁰ In veel gevallen participeerden dezelfde kooplieden in zowel schip als lading.⁷¹

Was de partenrederij primair een vorm van mede-eigendom, tegelijk ging zij gepaard met een interne organisatie met betrekking tot de exploitatie van het schip. In zoverre werden de regels met betrekking tot de partenrederij mede ontleend aan de *societas* en ontstond een vennootschap die was aangegaan ter exploitatie van het schip.⁷² De belangrijkste functie werd vervuld door de schipper die handelde namens de rederij en die verantwoordelijk was voor de bevrachting en handel in de goederen, het aan- en afmonsteren van bemanning, betaling van het scheepsvolk etc.⁷³ De schipper werd aangesteld door de vennoten, reders genaamd en was aan hen rekening en verantwoording verschuldigd;⁷⁴ hij kon door de meerderheid van de reders worden ontslagen.⁷⁵ Zo ontstond bij de partenrederij een geleidelijke formalisering van de scheiding van de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie.

24 Externe aansprakelijkheid. Volgens het commune Romeinse recht werd de aansprakelijkheid van de schipper en reders geregeld door de *actio exercitoria*. Toepassing van de *actio exercitoria* op de rederijvennootschap leidde tot hoofdelijke aansprakelijkheid van de vennoten (reders) voor de handelingen die de bewindhebber (schipper) binnen zijn last had verricht.

Het Rooms-Hollandse recht aanvaardde enkele uitzonderingen op de *actio exercitoria*, al was het recht verre van eenduidig. Ik geef hier kort de opvatting van De Groot weer.⁷⁶ Evenals bij de factorijvennootschap ging De Groot uit van proportionele en beperkte aansprakelijkheid van de reders.⁷⁷ De aansprakelijkheid van de reders werd volgens De Groot nog verder beperkt door het zogenaamde recht van abandon. Dit gaf een reder het recht om aan externe aansprakelijkheid te ontkomen door ten behoeve van de crediteur afstand te

70. Partenrederijen werden overigens ook wel voor kortere duur aangegaan (Den Heijer 2005, 12–13; Riemersma 1952, 332).

71. Vgl. Hart 1977, 110–111.

72. ‘Mede-rederschap is maetschap van verscheide luiden, die een ofte meer schepen onder hun ghemeen zijnde tot ghemeene baet gebruikken. Deze mede-reding werd gherecht nae de ghemeene rechten van maetschap. Maer alzoo het dickmael gebeurt dat den schipper deel hebbende aen het schip, ofte oock geen deel hebbende door sijnen dienst mede-reed aen het schip, ende overzulcks in plaets van huur deel bedingt, ende de schippers meer bewinds hebben als de andere reders, inzonderheid buitenslands, zoo ontstaen hier uit eenig zonderlinge gerechtigheden.’ (De Groot, *Inleidinge* III.23.1 en 2) Zie ook Mehr 2008, 84–85.

73. Hart 1977, 111.

74. De Groot, *Inleidinge* III.23.5.

75. Riemersma 1952, 331.

76. Uitvoeriger Asser 1983, 95 e.v.; 103 e.v. en Punt 2010, 79 e.v.

77. De Groot, *Inleidinge* III,1,31; aangehaald in nr. 22, nt. 59.

doen van zijn aandeel in de rederij.⁷⁸ Men kan zich afvragen wat de betekenis was van het abandonrecht, wanneer de externe aansprakelijkheid reeds proportioneel was én beperkt tot de hoogte van de inleg. Deze kan erin zijn gelegen dat de aangesproken reder dankzij zijn abandonrecht kon voorkomen te worden meegezogen in een procedure ter vaststelling van de hoogte van de schade; een niet onbelangrijk praktisch voordeel wanneer de schade overzee was ontstaan en nauwelijks viel vast te stellen.⁷⁹ Als gevolg van dit recht van abandon ontstond een beperkte externe aansprakelijkheid van de reders, waardoor de risico's voor investeerders in een partenrederij verder werden beperkt.

De oorsprong van het recht van abandon moet vermoedelijk worden gezocht in het gewoonterecht in Noord-Europa waar behoefte bestond aan beperking van de risico's van investeerders. Het berustte op de gedachte dat men niet meer aan de zee kan verliezen dan men aan de zee heeft toevertrouwd.⁸⁰ Waar het rechtsverkeer hoofdelijke aansprakelijkheid eiste indien alle vennoten met het beheer waren belast, zoals bij de firma-vennootschap, verlangde datzelfde rechtsverkeer een beperking van de aansprakelijkheid, indien vennoten geen rechtstreekse invloed op de bedrijfsvoering konden uitoefenen.

De beperking van de aansprakelijkheid van de reders door het recht van abandon was nog volop in ontwikkeling toen De Groot zijn *Inleidinge* schreef tijdens zijn verblijf in Slot Loevestein (tussen 1619 en 1621). Uit verschillende bronnen uit die periode maakt Asser op dat het recht van abandon weliswaar algemeen werd aanvaard bij delictuele aansprakelijkheid, maar dat

78. De Groot, *Inleidinge* III,1,32: '*Reders van een schip, dat is die de vracht-loon van 't schip genieten, zijn ghehouden aen de bevrachters van wegghen alle verzuim van de schipper in 't stuck van sijn ampt: zijn oock gehouden te voldoen alle schulden die den schipper van bodemerije, verkooping van touw ofte anderzints, heeft ghemaect, voor zoo veel die met hem gehandelt hebben zijn geweest buiten quade trouwe. Doch in alle de voorzeide ghevallen moghen de reders volstaen met afstand te doen van haer aendeel in de redinghe: uit andere misdaden van de schipper sijn ampt niet aengaende, waer onder oock zee-rooverije is begrepen, en zijn de reders niet gehouden, vorder dan sy daer van moghen ghenoten hebben, ten waer sy last hadden ghegheven, ofte anderszins door raed ofte daed de misdaed hadden helpen veroorzaecken.*' Overigens week De Groot ook af van de *exercitoria*, doordat reders volgens hem extern aansprakelijk waren voor handelingen waarmee de schipper zijn last overtrad, voor zover de reders *daer van moghen ghenoten hebben*.

79. Punt 2010, 82.

80. Het recht van abandon doet enigszins denken aan zogenaamde noxale acties in het Romeinse recht. Een noxale actie gaf de eigenaar van een slaaf die een derde schade had toegebracht de mogelijkheid om zich van zijn schadeplicht te bevrijden door ten behoeve van de gelaedeerde afstand te doen van zijn slaaf. Hoewel het recht van abandon hiermee ook wel in verband is gebracht, lijkt de oorsprong eerder te liggen in het gewoonterecht in Noord-Europa. (Asser 1983, 113 (noot 87); 103 e.v.; 111)

voor wat betreft de contractuele aansprakelijkheid nog niet geheel was uitgekristalliseerd.⁸¹

Niettemin is duidelijk dat de externe aansprakelijkheid van investeerders in schepen beperkt was. Dit heeft ongetwijfeld bijgedragen tot de populariteit van de partenrederij in de 16^e en 17^e eeuw. Er zijn dan ook niet veel gevallen bekend waarin reders daadwerkelijk werden aangesproken. Vermoedelijk is dit mede het gevolg van de eenvoudige opzet van de partenrederij en het feit dat een partenrederij doorgaans nauwelijks met vreemd vermogen werd gefinancierd.⁸²

1.1.4 De voorcompagnieën

25 Inleiding en economische achtergrond. De voorcompagnieën die tussen 1594 en 1602 voeren op Indië en die uiteindelijk tot de VOC zouden fuseren, vormen een belangrijke schakel tussen personenvennootschap en actiëncompagnie. De voorcompagnieën ontstonden in een periode waarin de Noordelijke Nederlanden een onstuimige economische groei doormaakten. De strategisch gelegen Nederlanden hadden reeds in de loop van de 16^e eeuw een sterke positie opgebouwd in de Europese doorvoerhandel tussen de Oostzee en zuidelijk Europa.⁸³ Na de val van Antwerpen in 1585 vluchtten veel koop- en ambachtslieden naar de Hollandse steden en brachten veel kapitaal, kennis en toegang tot internationale handelsnetwerken mee.⁸⁴ Niet alleen profiteerde Amsterdam van het wegvallen van een concurrent, de komst van de Antwerpenaren veroorzaakte ook een nieuwe dynamiek doordat de handelsgebruiken uit de stad van de jaarmarkten nieuwe toepassingen vonden in het meer maritiem georiënteerde Amsterdam.⁸⁵

Bovendien was vanaf 1588 de positie van de Republiek in de opstand tegen de Spanjaarden sterk verbeterd.⁸⁶ In 1590 hief Filips II het handelsembargo met Spanje en Portugal op, terwijl hij het embargo tegen Engeland

81. Asser 1983, 103–115. Min of meer hetzelfde gold volgens hem ten aanzien van de proportionele, dan wel hoofdelijke aansprakelijkheid van de reder. Proportionele aansprakelijkheid werd wel aangenomen bij verbintenissen uit (quasi-)delict, maar de situatie was minder duidelijk bij contractuele aansprakelijkheid.

82. Riemersma 1952, 335 e.v. Toch moet aansprakelijkheid van kapitein en reders wel zijn voorgekomen, zij het dat geschillen vermoedelijk doorgaans op informele wijze werden beslecht en zich mogelijk vooral toespitsten op de vennootschap die voor de desbetreffende handelsreis was opgezet. Een aanwijzing hiervoor vormt het gebruik dat een notaris voor aankomst in de haven naar het schip werd geroeid om verklaringen over de lading en eventuele bevrachting op te tekenen in verband met mogelijke aanspraken van de bevrachter. (Hart 1977, 112)

83. Den Heijer 2005, 9 e.v.

84. Den Heijer 2005, 16 e.v.; Prak & Van Zanden 2013, 126 e.v.

85. De Vries & Van der Woude 1997, 368–369.

86. Israel 2008, 261 e.v.

(dat de Noordelijke Nederlanden sinds 1585 had gesteund) handhaafde.⁸⁷ De Iberische handel was sterk gericht op de intercontinentale vaart en was daarbij voor een groot deel afhankelijk van Hollandse invoer.⁸⁸ De Spanjaarden en Portugezen betaalden met specerijen en met edelmetalen afkomstig uit Amerika, als gevolg waarvan Holland grote zilvervoorraden opbouwde.⁸⁹

Andere factoren die bijdroegen aan het gunstige economisch tij waren de heropening van de waterwegen tussen Holland en Duitsland, de greep van de Nederlanden op de monding van de Eems en de Schelde, alsmede de blokkade van de Vlaamse kust.⁹⁰ Tegelijk leidden de kosten die gepaard gingen met de opstand tegen de Spanjaarden ertoe dat de stedelijke overheden de handel probeerden te stimuleren. Door middel van subsidies, belastingprivileges en octrooien probeerden de steden de handel naar zich toe te trekken.⁹¹ Niet zelden hadden stadsbestuurders particuliere belangen bij de ondersteuning van handelsactiviteiten.

Met steun van Prins Maurits en enkele steden richtten negen kooplieden in 1594 de Compagnie van Verre op die het volgende jaar voor het eerst zou uitvaren naar Indië.⁹² Zij zamelden daartoe f 290.000 in bij beleggers, participanten genaamd, die konden inleggen naar believen.⁹³ Na terugkomst zou de compagnie worden ontbonden en het saldo onder de participanten worden verdeeld.⁹⁴ Vervolgens konden zij besluiten al dan niet opnieuw in te leggen in een volgende compagnie. Na thuiskomst in 1597 bleek de reis aan 160 van de 249 opvarenden het leven te hebben gekost. De opbrengsten schijnen nauwelijks voldoende te zijn geweest om de kosten te dekken.⁹⁵ Maar het vinden van de route naar Indië bood perspectief voor nieuwe

87. Israel 2008, 337. Dit leidde in Engeland soms tot scheve ogen, getuige een brief van J. Chamberlain (1553–1628), aangehaald in Scott I (1912), 100: *'We, for their sake and defence entering into the warre, and being barred from all commerce and entercourse of merchandize, they in the meantime thrust us out of all trafficke to our utter undoing (...).'*

88. De Vries & Van der Woude 1997, 370; Israel 2008, 350.

89. Israel 2008, t.a.p.; Van Brakel 1908, XIV.

90. Israel 2008, 337.

91. Den Heijer 2005, 14.

92. Van Dillen 1958, 5; Israel 2008, 350; Van der Chijs 1857, 29 e.v.

93. Van Brakel 1908, 94. Het investeren werd vereenvoudigd doordat ongeveer tegelijkertijd een kapitaalmarkt in Amsterdam tot ontwikkeling kwam. In de jaren 1590 ging het stadsbestuur van Amsterdam obligaties uitgeven. Ook kooplieden deden dit, waardoor op indirecte wijze geld kon worden geïnvesteerd dat afkomstig was van vermogende particulieren voor wie een participatie in een onzekere onderneming te risicovol was (meer dan 20% van de schepen die in de jaren 1595–1601 naar Indië uitvoeren ging verloren). Voorts was niet ongebruikelijk dat kooplieden geld van familieleden leenden om te investeren in een voorcompagnie. (Gelderblom 2005, 238 e.v.; Gelderblom & Jonker 2004, 646 e.v.)

94. Van der Heijden 1908, 66 e.v.; Van der Heijden 1914, 138 e.v.; Van Brakel 1908, 93 e.v.; Van Brakel 1926, 28 e.v.

95. Den Heijer 2005, 23–24; Van der Chijs 1857, 60 e.v.

ondernemingen. Een tweede reis, onder de vlag van de Oude Compagnie, leverde een winst op van maar liefst 399%.⁹⁶

Deze tweede expeditie voer uit in 1598, het jaar waarin Filips III een nieuw handelsembargo instelde. Dit embargo had niet alleen tot gevolg dat de Hollandse kooplieden hun specerijen zelf moesten gaan halen in Indië, maar vooral ook dat het overvloedig aanwezige kapitaal werd geconcentreerd op de handel met de Oost.⁹⁷ Tussen 1595 en 1602 voeren 80 schepen uit naar Indië, waarvan 50 uit Amsterdam; de overige vertrokken uit Rotterdam, Middelburg, Veere, Delft, Hoorn en Enkhuizen.⁹⁸ In één klap hadden de Nederlanden de leidende positie in de handel met Oost-Indië overgenomen.

De voorcompagnieën doen denken aan grote firma-vennootschappen op het niveau van de bewindhebbers. De bewindhebbers van de voorcompagnieën wierven zelfstandig participanten voor een individuele handelsonderneming. De verhouding tussen individuele bewindhebbers en de door hen geworven participanten doet denken aan de participatie-*commenda* waarbij de bewindhebbers de rol van *tractatores* (*factoren*) vervulden en de participanten die van *commendatores*. Na ommekomst verkochten de bewindhebbers de waren en verdeelden zij de winst, na aftrek van een provisie, onder de participanten. Participanten konden vervolgens besluiten in te leggen in een volgende onderneming.

26 Aansprakelijkheid van bewindhebbers. Onder het Rooms-Hollandse recht gold het uitgangspunt dat vennoten die namens een compagnie handelden op grond van de *mutua praepositio* hoofdelijk aansprakelijk waren voor de schulden die in naam van de vennootschap waren aangegaan door hun mede-vennoten. Uit de beschikbare bronnen kan niet worden afgeleid dat de voorcompagnieën in dit opzicht afweken van de firma-vennootschap.⁹⁹ Zo aanvaardden de bewindhebbers van de Compagnie van Verre in 1594, tekenend ‘voor ons zelfven ende als bewinthebbers van de schepen’ hoofdelijke aansprakelijk voor geschut dat zij hadden geleend van de stad Edam,¹⁰⁰ een destijds niet ongebruikelijke praktijk.¹⁰¹

96. Den Heijer 2005, 24.

97. Israel 2008, 342; Den Heijer 2005, 24. Tussen 1594 en 1602 werd door de verschillende voorcompagnieën ongeveer f 2,5 miljoen geïnvesteerd. Dit bedrag zouden de gezamenlijke voorcompagnieën pas in 1602 terugverdienen. (Gelderblom 2005, 237)

98. Gelderblom & Jonker 2004, 649 e.v.

99. Vgl. Punt 2010, 103; Asser 1983, 115 e.v.; Van der Heijden 1908, 74; Van der Heijden 1914, 142; Van der Heijden 1926b. Anders: Van Brakel 1908, 1912 en 1926.

100. Van der Heijden 1908, 74, aan wie dit voorbeeld is ontleend noemt t.a.p. nog andere voorbeelden. Van Brakel, die de Compagnie van Verre beschouwt als eerste naamloze vennootschap, leidt overigens uit het feit dat de bewindhebbers *uitdrukkelijk* hoofdelijke aansprakelijkheid aanvaarden af dat de bewindhebbers reeds toen in beginsel zelf niet extern aansprakelijk waren (Van Brakel 1926, 31). Zie echter de repliek in Van der Heijden 1926b, 261.

101. Van der Chijs 1857, 37 e.v., 72 e.v., 77, 84, 88; Den Heijer 2005, 29.

Toch zijn er aanwijzingen dat het recht in ontwikkeling was en dat het persoonlijke element naar de achtergrond aan het verdwijnen was ten gunste van de compagnie.¹⁰² De hoofdelijke aansprakelijkheid van de bewindhebbers lijkt aan vanzelfsprekendheid in te boeten. Zo hadden Pieter van der Hagen en Johan van der Veken, bewindhebbers van de Magellaanse Compagnie, in ruil voor geleend geschut eveneens een schulderkenning getekend. Na het mislukken van deze compagnie in 1597 werd Van der Veken door de steden die het geschut hadden uitgeleend, in persoon aangesproken.¹⁰³ Van der Veken wendde zich hierop tot de Staten van Holland met het verzoek van een deel van zijn verplichtingen te worden ontheven. Hij betoogde dat hij het geschut *‘in zijn particulier niet en behoort te betaalen, dewijl voor de gemeene compagnie is gebruyckt geweest.’*¹⁰⁴ Immers de onderneming, indien geslaagd *‘soude hebben gestrekt tot voordeel ende advantagie van de gemeene lande, vuytrusters ende compagnie derselver.’*¹⁰⁵ In hoeverre het beroep bij de Staten succes heeft gehad is onbekend. Mogelijk kan hieruit worden afgeleid dat de (onbeperkte) externe aansprakelijkheid van de bewindhebbers tegen het einde van de 16^e eeuw niet meer onomstreden was; minstgenomen achtte althans Van der Veken een dergelijk betoog niet op voorhand kansloos. Of de ontwikkeling bij de latere voorcompagnieën reeds zo ver gevorderd was, dat de bewindhebbers niet meer extern aansprakelijk waren, is moeilijk te achterhalen. Van der Heijden betoogt dat dit wel het geval zou zijn geweest bij de Zeeuwsche Compagnie uit 1601.¹⁰⁶ Met Asser meen ik evenwel dat dit niet valt af te leiden uit het prospectus waarop Van der Heijden zich beroept.¹⁰⁷

27 Positie van participanten. De bewindhebbers legden zelf geld of goederen in en werven daarnaast zelfstandig bij het publiek. Algemeen wordt aangenomen dat het risico van de participanten beperkt was tot hun inleg en dat zij niet rechtstreeks jegens derden aansprakelijk waren voor schulden van de compagnie. Praktisch gesproken volgt dit reeds uit het feit dat de bewindhebbers van de meeste voorcompagnieën slechts bekend waren met hun ‘eigen’ participanten en niet met de participanten die via een medebewindhebber deelnamen.¹⁰⁸ Waren de bewindhebbers van de meeste voorcompagnieën reeds onbekend met de identiteit van de participanten die via hun collega’s hadden ingelegd, voor derden was dit nog minder kenbaar.

102. Zo traden de bewindhebbers van de Compagnie van Verre in 1594 en 1595 nog naar buiten als ‘bewinthebbers ende medereders der nieuwe schepen’ en nog niet als ‘bewinthebbers der compagnie,’ zoals enkele jaren later gebruikelijk. (Van der Heijden 1908, 73)

103. Van der Heijden 1914, 141.

104. Van der Heijden 1914, 142.

105. De Jonge I (1862), 123 e.v.; 240; Van der Heijden 1908, 72.

106. Van der Heijden 1908, 72 en 227–228.

107. Asser 1983, 93. Deze stap is wel gezet kort na de oprichting van de VOC (nr. 48 en 49).

108. Asser 1983, 90; Van der Heijden 1914, 139.

Het schaarse bronnenmateriaal heeft geleid tot onenigheid over de vraag hoe de positie van participanten in juridische zin moet worden gekwalificeerd. Er zijn drie opvattingen te onderscheiden. Lehmann, en recentelijk nog Gelderblom en Jonker zien verwantschap met de partenrederij.¹⁰⁹ Om de redenen uiteengezet door Punt meen ik echter dat de verschillen tussen de voorcompagnieën en de partenrederij te groot zijn om de voorcompagnieën als partenrederij aan te merken.¹¹⁰ Dat laat onverlet dat het succes van de partenrederij en de *de facto* beperkte aansprakelijkheid van een reder als gevolg van het abandonrecht heeft bijgedragen tot de acceptatie van beperkte aansprakelijkheid bij de latere actiëncompagnie.

Volgens de tweede opvatting, door Van Brakel verdedigd, bestond er van aanvang af een directe rechtsverhouding tussen participant en compagnie.¹¹¹ Hij heeft vervolgens geconcludeerd dat de kapitaalvennootschap reeds met de voorcompagnieën was ontstaan. Zijn opvattingen zijn bestreden door Van der Heijden, Asser en Punt.¹¹² Ik sluit me bij hen aan. Vooral het klad-resolutieboek van de Oost-Indische Compagnie, de latere Amsterdamse kamer van de VOC, heeft de pennen in beweging gebracht. Dit resolutieboek maakt melding van een besluit dat betrekking had op de situatie waarin een participant aan een bewindhebber een bepaald bedrag had toegezegd, maar deze toezegging vervolgens niet gestand deed. De vraag was vervolgens in hoeverre de bewindhebber, die mede op basis van de toezegging van de door hem geworven participant een bepaald bedrag aan de compagnie had toegezegd, hieraan kon worden gehouden. Volgens het klad-resolutieboek zou de desbetreffende bewindhebber jegens de compagnie zijn bevrijd indien hij de naam van de nalatige participant zou noemen, alsmede de door hem beloofde som. Het resolutieboek voegde hieraan toe dat niettemin ‘*d’actie tegen den onwillighen*

109. Lehmann 1895, 29 e.v.; Gelderblom & Jonker 2004, 649.

110. Punt 2010, 102 e.v.

111. Van Brakel 1908, 94; Van Brakel 1912, 266 e.v.; Van Brakel 1926, 28 e.v. Van Brakels opvatting is met een slag om de arm ondersteund door Van Dillen 1958, 22 e.v.

112. Asser 1983, 91 e.v.; Punt 2010, 103 e.v.; Van der Heijden 1926b, 261. Kennelijk anders: Van Dillen 1958, 22–23. Van Brakel heeft onder andere een beroep gedaan op een door Prins Maurits verleende ‘artikelbrief’ aan de Compagnie van Verre (1594) (Geciteerd in Van der Chijs 1857, 36). Hierin wordt gerefereerd aan *generale contracten* die alle participanten zouden ondertekenen en waarin zou zijn bepaald ‘*dat niemant de bewindhebbers zall mogen afvorderen enighe reeckeninghe, maer zullen altzamen moeten wachten tot dat die goederen zullen wesen gebeneficeert en te vreden zijn met alzodanighen verklaringhe als bij ’t collegium zall worden gedaen.*’ De volledige inhoud van deze generale contracten is evenwel onbekend gebleven. Evenmin is duidelijk wie de partijen waren bij een dergelijke overeenkomst. Met Van der Heijden, Asser en Punt meen ik dat op deze basis niet kan worden geconcludeerd dat de participanten rechtstreeks deelnamen aan de Compagnie van Verre. Volgens Asser ging het waarschijnlijk om standaardcontracten die door de bewindhebbers waren opgesteld en die door elk van hen met zijn eigen participanten werden afgesloten.

[participant] sal blijven gereserveert'. Volgens Van Brakel kan hieruit worden afgeleid dat de compagnie een zelfstandige vordering op een onwillige participant had, ook *voordat* de naam van deze participant aan de compagnie bekend was.¹¹³ Met Asser meen ik dat daarmee echter niet kan worden verklaard waarom de bewindhebber in beginsel jegens de compagnie aansprakelijk was voor een toezegging die niet hijzelf, maar een door hem geworven participant heeft gedaan.¹¹⁴ Voorts is moeilijk voorstelbaar dat de compagnie een rechtstreekse vordering had op een participant, van wie zij de identiteit niet kende. Ik acht daarom aannemelijk dat een bewindhebber op basis van de door hem geworven participanten een toezegging deed aan de compagnie. Indien een van zijn participanten zijn woord niet gestand deed werd de bewindhebber van zijn eigen verplichting jegens de compagnie ontslagen, mits hij de naam en toezegging van de desbetreffende participant zou noemen. Deze zinsnede betekent dan dat de bewindhebber ten behoeve van de compagnie geen afstand doet van zijn rechten jegens de onwillige participant.¹¹⁵

Op basis van het beperkte bronnenmateriaal moet kortom worden geconcludeerd dat er aanvankelijk een indirecte band tussen compagnie en participanten bestond. De vroege voorcompagnieën kenden een gelaagde structuur: de rechtsverhouding tussen individuele bewindhebber en de door hem geworven participanten doet denken aan de *commenda*. De verhouding tussen bewindhebbers onderling valt waarschijnlijk als firma-vennootschap te kwalificeren, zij het dat de externe aansprakelijkheid van bewindhebbers mogelijk niet meer vanzelfsprekend was.

In tijden van onstuimige economische groei leek ook het recht in volle ontwikkeling, zodat niet alle voorcompagnieën dezelfde structuur hadden. Uit het prospectus van een van de laatste voorcompagnieën, de Vereenigde Zeeuwsche Compagnie (1601) blijkt namelijk dat investeerders rechtstreeks in de compagnie participeerden.¹¹⁶ De compagnie trad ten koste van de bewindhebbers op de voorgrond, zodat het persoonlijke element in de vennootschap werd verminderd, terwijl het kapitaalsassociatieve element aan gewicht won. De Zeeuwsche Compagnie had echter nog geen duurzaam karakter en werd, evenals de andere voorcompagnieën na terugkeer uit Indië ontbonden. Aangezien er bovendien geen aanwijzingen zijn dat de bewindhebbers niet meer extern aansprakelijk waren, gaat het mij daarom te ver om de Zeeuwsche Compagnie als kapitaalvennootschap aan te merken.

113. Van Brakel 1926, 29.

114. Asser 1983, 92.

115. Evenzo Van der Heijden 1926b, 261 en Asser 1983, 92.

116. 'So hebben wy, [bewindhebbers], goet gevonden (...) omme daarmede oock te accomoderen eenighe vrienden ofte liefhebbers van 't gemeene beste, die op de naarbeschreven conditien sullen moghen innebrenghe in dese compagnie alsulcken somme van penningen als henlieden hieronder sal believen te teickenen (...).' (Van der Heijden 1908, 227 (Bijlage I)). Voorts Van der Heijden 1914, 138.

Uit het prospectus van de Zeeuwsche Compagnie blijkt dat de participanten nauwelijks recht op informatie hadden; slechts de grotere participanten zouden enig recht op informatie hebben, zij het dat zij zich tevreden moesten stellen met hetgeen de bewindhebbers hun aan informatie ter beschikking zouden stellen.¹¹⁷ In twee opzichten is het prospectus typerend voor de interne verhoudingen van veel actiëncompagnieën. Ten eerste komt het oligarchisch karakter van de compagnie hierin duidelijk naar voren. In de tweede plaats is de ongelijke behandeling van grote en kleine beleggers typerend voor het Nederlandse vennootschapsrecht. Tot in de tweede helft van de 19^e eeuw zou bijvoorbeeld de aandeelhoudersvergadering van sommige NV's niet openstaan voor alle aandeelhouders en hadden slechts aandeelhouders met een bepaald minimumbelang toegang tot de vergadering.

In geen van de voorcompagnieën blijkt dat de participanten enige zeggenschap konden uitoefenen. Zeggenschap was ook praktisch lastig: immers, de voorcompagnieën waren gelegenheidsvennootschappen die gedurende het grootste deel van hun bestaan op zee waren. Zeggenschap was reeds hierom niet mogelijk. Daar komt bij dat participanten gelet op de hoge winstverwachtingen waarschijnlijk weinig interesse hadden in zeggenschap. De participanten hadden echter wel een ander belangrijk disciplineringsinstrument dat bij de VOC ontbrak: participanten konden na iedere reis besluiten opnieuw in te leggen voor een volgende onderneming. Als gevolg van dit natuurlijke *exit*-moment konden de bewindhebbers de belangen van de participanten niet eenvoudig terzijde stellen, zoals later bij de VOC wel het geval zou zijn. Hoewel participaties in een voorcompagnie wel overdraagbaar waren, werd er nog niet op grote schaal in gehandeld.¹¹⁸ Dit hangt samen met het feit dat voorcompagnieën voor beperkte tijd werden opgericht; bovendien waren zij nog niet zo groot, zodat niet eenvoudig een liquide markt kon ontstaan zoals enkele jaren later met de VOC.

1.1.5 Betekenis voor ontstaan actiëncompagnie

28 Bouwstenen voor verdere evolutie. In een geleidelijke evolutie is nooit eenvoudig een helder 'omslagpunt' aan te wijzen. Dat gold ook voor de evolutie van personen- naar kapitaalvennootschap (nr. 1 e.v.). Zowel in Nederland

117. Het prospectus bepaalde dat de bewindhebbers *'an niemant en sullen gehouden zijn te gheven eenich verclaaringe ofte spetificatie van rekeningh, dan alleenlijck aan de gheene, die in deselve compagnie sullen inbrengen de somme van vijffhondert ponden grot vlaems eens, dewelcke oock haar sullen moeten te vreden houden int gebesoigneerde van de voorschreven contractanten ofte haren gedeputeerde in desen.'*

118. Voor een voorbeeld van een overdrachtsakte: Van Dillen 1958, 23–24.

HOOFDSTUK 1

als in Engeland verliep de evolutie ingewikkeld en volgde verschillende wegen. Op basis van de in de inleiding gegeven karakteristiek viel de *East India Company* als een kapitaalvennootschap te kwalificeren, maar onzeker was of aandeelhouders extern aansprakelijk waren. De VOC was op grond van die karakteristiek eveneens een kapitaalvennootschap. Maar een aandeelhoudersvergadering heeft deze, anders dan haar Engelse evenknie, nooit gekend, terwijl over de aansprakelijkheid van bestuurders aanvankelijk onzekerheid heeft bestaan.

Tegen vergelijkbare problemen loopt men aan, wanneer men tracht de voorcompagnieën en partenrederijen te kwalificeren. Terwijl de partenrederij een duurzaam karakter kon hebben, waren de voorcompagnieën nog gelegenheidsondernemingen en kon de compagnie dus niet op duurzame basis aan het rechtsverkeer deelnemen. Anderzijds gold bij de partenrederij dat de investeerders, de reders, nog wel door derden konden worden aangesproken voor schulden van de rederij. Bovendien moet worden aangenomen dat de schippers (partenrederij) of bewindhebbers (voorcompagnieën) nog wel persoonlijk aansprakelijk waren voor schulden door hen of hun compagnons aangegaan in naam van de compagnie.

Daar staat tegenover dat bij grote partenrederijen en bij de voorcompagnieën, zeker de Zeeuwsche Compagnie van 1601, een duidelijke scheiding ontstaat tussen de kapitaalverschaffende en de leidinggevende functie. De participanten van de voorcompagnieën waren *de jure* niet extern aansprakelijk voor schulden aangegaan door de bewindhebbers. Voor reders in een partenrederij was de situatie vanuit juridisch oogpunt ingewikkelder, maar gold in de praktijk veelal hetzelfde. Participaties werden al op kleine schaal verhandeld.

Aangezien er onvoldoende aanknopingspunten bestaan om aan te nemen dat bewindhebbers niet meer in persoon aansprakelijk waren voor de schulden van de rederij of compagnie, meen ik dat het persoonlijke element nog te overheersend was om van een actiëncompagnie te kunnen spreken. Het moge niettemin duidelijk zijn dat het omslagpunt dicht genaderd was – in 1602 zou de VOC worden opgericht.

Een evolutie voltrekt zich niet altijd lineair, maar volgt soms ook parallelle sporen. Een enkele keer lijkt de evolutie van personen- naar kapitaalvennootschap zich te hebben voltrokken binnen dezelfde vennootschap, zonder dat sprake was van een voor alle partijen duidelijke omzettingshandeling. Een voorbeeld hiervan zal in hoofdstuk 3 aan de orde komen bij de behandeling van de Middelburgse Zaagmolencompagnie, opgericht in 1725 en geliquideerd vanaf 1814. Daar zal blijken dat de grenzen tussen actiëncompagnie en personenvennootschap zo vloeiend waren, dat het voor betrokkenen zelf niet duidelijk was waarmee men van doen had.

1.2 *Universitas en corporation*

29 Inleiding. De geschiedenis van de *universitas* is buitengewoon complex en veelzijdig. Waar Mehr, Gierke en Gillet deze geschiedenis uitvoerig hebben uiteengezet, moet hier worden volstaan met enkele penseelstreken en worden slechts de aspecten geschetst die voor het vervolg van belang zijn.¹¹⁹ Kort gezegd betreffen deze de volgende. In de eerste plaats is de *joint stock company*, de vroege Engelse kapitaalvennootschap, voortgekomen uit de *corporation*, een Engelse rechtsvorm die nauw verwant is aan de *universitas*. Omdat de *joint stock company* juist voor wat betreft de zeggenschap van kapitaalverschaffers de actiëncompagnie zou beïnvloeden is enige achtergrond van de *joint stock company* en de *corporation* van belang. Hoewel in de Nederlanden de actiëncompagnie volgens de heersende leer is voortgekomen uit verschillende personenvennootschappen, valt n.m.m. daarnaast ook invloed van de *universitas* te bespeuren (nr. 48). In de tweede plaats is in de loop van de Middeleeuwen de fictie aanvaard dat de *universitas* in bepaalde opzichten wordt gelijkgesteld aan de natuurlijke persoon. Aan de Middeleeuwse *universitas* zou men, naar de huidige maatstaven gemeten, rechtspersoonlijkheid kunnen toeschrijven; het begrip rechtspersoon bestond echter nog niet. Pas vanaf het moment dat met Savigny de leer omtrent de rechtsbekwaamheid van de natuurlijke persoon als subject van rechten en plichten was ontwikkeld, was de weg vrij voor een begrip als de rechtspersoon (nr. 112). Daarbij zou worden voortgebouwd op elementen die teruggaan op de *universitas*.¹²⁰ In de derde plaats zal het institutionele, objectiefrechtelijke karakter van de *universitas* herhaaldelijk in het vervolg aan de orde komen. Het gaat daarbij om de variant van de *universitas* die wordt gekenmerkt door een sterke ledenorganisatie, hierna aan te duiden als *corporatie*. Zo zou vanaf de tweede helft van de 19^e eeuw de Duitse AG in dogmatische zin als *universitas* (corporatie) worden begrepen en ook Nederlandse schrijvers beïnvloeden (§ 5.2.2). De objectiefrechtelijke institutionele opvatting van de NV zou in de loop van de 20^e eeuw ook in Nederland de heersende worden, hetgeen gevolgen zou hebben voor de positie van de aandeelhouders binnen de vennootschapsorde. De drijvende kracht achter deze ontwikkeling was voornamelijk van economische aard; dat neemt niet weg dat de *universitas* van belang is, omdat deze een kader bood waarmee aan de behoeften in de praktijk tegemoet kon worden gekomen (nr. 152). Ook in het slothoofdstuk zal worden teruggegrepen op de *universitas*. Tegen deze achtergrond volgen achtereenvolgens enkele opmerkingen over de

119. Mehr 2008, Gierke 1881 en Gillet 1927. Mehr 2008 (*Quellenanhang*) heeft bovendien een groot aantal primaire bronnen, voorzien van Duitse vertaling, toegankelijk gemaakt. Vgl. voorts Fleckner 2010.

120. Savigny 1840, 235 e.v.

universitas in het Romeinse recht en haar verdere ontwikkeling in de Middeleeuwen en in de vroeg-moderne tijd.

1.2.1 *De universitas in het Romeinse recht.*

30 Publiekrechtelijke achtergrond. Het begrip *universitas* wordt in het *Corpus Iuris* in verschillende betekenissen gebruikt. Grofweg valt te onderscheiden tussen de *universitas rerum* (algemeenheid van goederen zoals een opengevallen, nog niet aanvaarde nalatenschap) en de *universitas personarum* (algemeenheid van personen).¹²¹ Hier staat de tweede figuur centraal. De *universitas personarum* is een verzamelbegrip voor verenigingen van personen en kende talloze verschijningsvormen. De *universitas* wordt erdoor getypeerd dat haar bestaan onafhankelijk is van haar leden. Voorts is het publiekrechtelijke karakter, althans de publiekrechtelijke oorsprong kenmerkend.

Als meestomvattende *universitas* kan de *populus romanus*, het Romeinse volk, worden aangewezen. Van de *populus romanus* werden verschillende publiekrechtelijke instituten afgeleid die aan het rechtsverkeer deelnamen en die eveneens als *universitas* werden aangemerkt. Daartoe werden vooral de verschillende soorten gemeentes, zoals *civitas*, *municipes*, *colonia* gerekend.¹²² Hoewel deze gemeentes een uiteenlopende staatsrechtelijke status hadden – autonoom, van Rome afhankelijk, door Rome gesticht – hadden zij gemeen dat zij alle golden als een associatie van burgers van een bepaalde plaats, die bepaalde taken vervulde ten behoeve van het gemene best. Belangrijk kenmerk was dat de gemeente enerzijds slechts kon bestaan dankzij haar burgers, terwijl anderzijds haar bestaan niet afhankelijk was van de identiteit van deze inwoners.

Het Romeinse recht kende voorts de meer privaatrechtelijk getinte variant van de *universitas*, het *collegium*, een vereniging van ten minste drie personen.¹²³ Toch valt ook bij het *collegium* – soms wel gebruikt als synoniem voor de *universitas* – een publiekrechtelijke achtergrond te bespeuren. Tot de oudste *collegia* behoren bijvoorbeeld de *sodalicia* of *sodalitates*, oorspronkelijk priestergerenootschappen die van overheidswege met bepaalde cultusdiensten belast waren.¹²⁴ Ook toen de *sodalicia* later zouden uitgroeien tot politieke- en gezelligheidsverenigingen, zou hun publiekrechtelijke achtergrond behouden blijven. Voor ‘nieuw ingevoerde goden’ werden later *collegia cultorum* ingevoerd die waren belast met de cultusdienst van de desbetreffende godheid.¹²⁵

121. Gillet 1927, 4.

122. Gillet 1927, 5; Savigny 1840, 246 e.v.; Gierke 1881, 66 e.v.; Mitteis 1908, 376 e.v.

123. D.50,16,85: ‘Neratius Priscus is van mening dat drie personen al een *collegium* kunnen uitmaken; en deze opvatting dient bij voorkeur gevolgd te worden.’

124. Savigny 1840, 253 en 255 e.v.; Mommsen 1843, 1 e.v.; Mitteis 1908, 391 e.v.; Akkerman 1930–1931, 62 e.v.

125. Mitteis 1908, 391 e.v.

Verder kende men verschillende soorten gezelligheidsverenigingen, vaak met religieuze achtergrond, alsmede diverse beambten- en beroepsgilden, die in het Romeinse recht een van oorsprong publiekrechtelijke insteek hadden.¹²⁶

De Romeinse *universitates* werden kortom steeds gekenmerkt door een publiekrechtelijke inslag of oorsprong, ook toen sommige *collegia* door verdere evolutie geleidelijk een meer privaat karakter hadden gekregen. De publiekrechtelijke achtergrond verklaart waarom een *universitas* in beginsel slechts kon bestaan voor zover dit was toegelaten door de wet, senaatsbesluit of keizerlijke verordening.¹²⁷ Deze erkenning had tot gevolg dat de *universitas* over haar leden bepaalde bevoegdheden mocht uitoefenen: *coire, convocari, cogi*: het recht om te vergaderen, om de leden op te roepen ter vergadering te verschijnen, om interne regels op te stellen en om deze af te dwingen.¹²⁸ Met deze bevoegdheden kon de *universitas* macht uitoefenen over haar leden die in beginsel slechts was voorbehouden aan de staat. De erkenning en de bijzondere bevoegdheden gaven *universitates* zo een objectiefrechtelijk, institutioneel karakter.¹²⁹ Geleidelijk werd aan het goedkeuringsvereiste minder streng vastgehouden en werden bepaalde *collegia* in de praktijk toegelaten zo lang zij niet te vaak bijeenkwamen of handelden in strijd met een senaatsbesluit.¹³⁰ Niettemin bleven Romeinse bestuurders terughoudend om te veel verenigingen toe te laten, uit angst dat deze een bedreiging voor de staatsmacht gingen vormen. Juist het publiekrechtelijk karakter droeg bij aan deze vrees; de mogelijkheid bleef daarom bestaan dat een *universitas* van overheidswege zou worden ontbonden.¹³¹

31 Deelname aan het rechtsverkeer. Als gevolg van de oprichting en erkenning werd de *universitas*, naar analogie met het menselijk lichaam, beschouwd als een zelfstandig lichaam; het was haar toegestaan om een *corpus habere*, om een ‘lichaam te hebben.’¹³² De analogie met het menselijk lichaam had verschillende consequenties. Vooreerst bracht de oprichting een zekere abstrahering van de leden ten opzichte van de *universitas* mee die door de analogie van *corpus habere* tot uitdrukking kwam. De verzelfstandiging van het

126. Savigny 1840, 253; Mitteis 1908, 393; Gierke 1881, 78 e.v.

127. D.3,4,1, pr.; vgl. voorts D.47,22,1–3; Gillet 1927, 11 e.v.

128. Gillet 1927, 16. De wettelijke grondslag is alleen bekend via een inscriptie waaruit blijkt dat de senaat op grond van de *lex Iulia*, afgekondigd op gezag van Augustus, deze bevoegdheden had verleend aan een muzikensemble dat met de eredienst belast was (*Dis manibus. Collegio symphonicorum, qui sacris publicis praestu sunt, quibus senatus c(oire) c(onvocari) c(ogi) permisit e lege Iulia ex auctoritate Aug(usti) ludorum causa.*) (Bruns 1887, 315; Akkerman 1930–1931, 63).

129. D.3,4,1, pr. en D.47,22,1–3.

130. D.47,22,3, pr. en 1.

131. D.47,22,1, pr. en 1 en D.47,22,3, pr. en 1.

132. D.3,4,1,1. In de vertaling van Spruit, Feenstra & Bongenaar (red.) 1993–2001 is de analogie met het menselijk lichaam enigszins verloren gegaan, doordat *corpus habere* wordt vertaald met ‘er een corporatief verband op na te houden.’

lichaam, het collectief, ten opzichte van de leden impliceerde dat het bestaan van de *universitas* niet afhankelijk was van de identiteit van de leden.¹³³ De *universitas* verkreeg daarmee een continuïteit, een eigen bestaan los van de personen die op enig moment aan haar verbonden waren. Het *corpus habere* bracht in de tweede plaats mee dat zij zaken gemeenschappelijk mocht hebben, slaven mocht houden en vrijlaten, een gemeenschappelijke kas mocht houden, en vertegenwoordigers mocht aanstellen die haar konden vertegenwoordigen in of buiten rechte.¹³⁴ In de derde plaats kon de *universitas* een *syndicus*, een vertegenwoordiger, aanstellen door middel van wie zij deelnam aan het rechtsverkeer en in rechte kon optreden.¹³⁵ Ten vierde had de creatie van een corporatief verband gevolgen voor de externe aansprakelijkheid van de *universitas* en haar leden, zo blijkt uit D.3,4,7,1: ‘Als er iets aan een *universitas* verschuldigd is, is het niet aan de afzonderlijke leden verschuldigd; en evenmin zijn de afzonderlijke leden verschuldigd wat de *universitas* verschuldigd is.’¹³⁶ Deze tekst heeft slechts betrekking op externe aansprakelijkheid. Over de interne aansprakelijkheid en eventueel regres is niets bekend. Uit deze passage volgt niet dat de *universitas* naar Romeins recht als rechtspersoon werd beschouwd: de tekst stelde immers niet dat de *universitas* geldt als zelfstandig draagster van rechten en verplichtingen, maar handelde slechts over de vraag wie jegens wie aansprakelijk was. De aangehaalde digestentekst kan immers ook zo worden uitgelegd dat de *universitas* wordt gezien als collectiviteit van de gezamenlijke leden.¹³⁷ De slotsom moet luiden dat de *universitas* weliswaar eigenschappen vertoont die wij vandaag de dag met rechtspersoonlijkheid associëren, maar dat een werkelijk rechtspersoonlijkheidsbegrip in het Romeinse recht nooit tot ontwikkeling is gekomen. De Romeinse *universitas* was geen rechtspersoon, en nog minder een fictie, maar een vereniging van personen die in die hoedanigheid zaken gemeenschappelijk hadden en als eenheid aan het rechtsverkeer deelnamen. Van rechtspersoonlijkheid kan reeds daarom niet gesproken worden, doordat het Romeinse personenrecht hieraan in de weg stond. Het Romeinse recht kende geen algemeen begrip omtrent de natuurlijke

133. D.3,4,7,2.

134. D.10,4,7,3, D.3,4,1,1, D.3,4,2, D.2,4,10,4. Over de vraag of een *universitas* zaken in bezit kon hebben bestond geen eenduidigheid; vgl. D.10,4,7,3 en D.38,3,1,1.

135. D.3,4,1,1–3, D.3,4,2 en D.3,4,3.

136. D.3,4,7,1.

137. Vgl. D.3,4,1,2: ‘Maar als niemand de betrokkenen verdedigt, zo zegt de gouverneur, zal hij de inbeslagneming gelasten van wat zij *gemeenschappelijk hebben* en indien die waarschuwing hen er niet toe aanzet zich te verdedigen ook de verkoop ervan. (...)’ Anderzijds gaan D.48,18,1, D.3,4,1,2, D.3,4,7,1 en D.1,8,6,1 weer wel in de richting van rechtspersoonlijkheid. Uitvoerig: Avi-Yonah 2005.

persoon als rechtssubject, maar slechts natuurlijke personen in verschillende hoedanigheden.¹³⁸ Doordat een algemeen begrip van de natuurlijke persoon als rechtssubject niet bestond, kon ook geen begrip tot stand komen dat bepaalde organisaties voor wat betreft het vermogensrecht aan een natuurlijk persoon gelijk stelde.¹³⁹

32 Besluitvorming. Het *Corpus Iuris* bevat nauwelijks regels over de interne besluitvorming van een *universitas*. Wel zijn er enkele bepalingen over de besluitvorming door de *ordines*, de leden van een stadsraad. In de stadsraad gold een quorumeis van 2/3 van de leden.¹⁴⁰ Was aan dit quorum voldaan, dan konden de stadsraden bij gewone meerderheid van stemmen besluiten nemen.¹⁴¹ Een meerderheidsbesluit was vervolgens voor alle burgers verbindend.¹⁴²

Niet blijkt dat deze regels ook toepassing vonden op de verschillende andere *universitates*. Dat is begrijpelijk, omdat immers de verenigingen die onder de noemer *universitas* worden geschaard een uiteenlopend karakter hadden. Toch zijn de regels over het meerderheidsbeginsel van belang. In de eerste plaats blijkt hier andermaal het contrast met de *societas* die immers uitging van het consensus-beginsel. Ten tweede zouden deze regels in later tijden een aanknopingspunt bieden om het meerderheidsbeginsel tot kenmerkende eigenschap van de *universitas* te maken toen hiertoe in de praktijk de noodzaak ontstond; zie nr. 37.

33 Societas publicanorum. Er bestond ook een interessante categorie *societates* waaraan tevens enkele corporatieve eigenschappen van de *universitas* werden toegekend: de *societas publicanorum* en de *societas vectigalium*. Deze vennootschappen hadden, veelal na een veiling, het recht gekregen bepaalde staatstaken te vervullen, zoals het innen van belastingen of pachtgelden.¹⁴³ Soms verleenden zij diensten aan de republiek of waren zij bijvoorbeeld

138. Het Romeinse recht onderscheidde daarbij tussen drie categorieën *status*: de *status libertatis* betrof het onderscheid tussen vrije mensen en slaven, de *status civitatis* had betrekking op de verschillende gradaties van burgerrechten (*cives*, *latini* en *peregrini*), en de *status familiae* op de familierechtelijke hoedanigheid als *sui iuris* en *alieni iuris* (Savigny 1840, § 64 e.v.; *Beylage VI*; Lipp 1982/1983, 255 e.v.).

139. Vgl. Coing I (1985), § 28; Lipp 1982/1983, 255 e.v.

140. D.50,9,2 en 3: 'Besluiten die niet bij aanwezigheid van het wettelijk vereiste aantal raadsleden genomen zijn, ontberen geldigheid. En in de stedelijke statuten wordt bepaald dat er geen raadsvergadering kan worden gehouden dan alleen bij aanwezigheid van tweederde van de leden.' Zie ook D.3,4,3 en D.50,17,160,1. Vgl. Savigny 1840, 327 e.v. en Gierke 1913, 313.

141. D.50,1,19: 'Wat een meerderheid van de stadsraad besloten heeft, wordt beschouwd als een besluit dat door allen genomen is.'

142. D.50,17,160,1.

143. Uitvoerig Fleckner 2010 en Malmendier 2002.

verantwoordelijk voor de bevoorrading van het leger. Deze vennootschappen maakten hun hoogtepunt door aan het einde van de republiek, en boetten met de groei van het Romeinse staatsapparaat in de eerste eeuwen van de jaartelling aan betekenis in. Hierdoor zijn slechts enkele *leges* over deze vennootschappen nog in het *Corpus Iuris* opgenomen en zijn wij voor een goed begrip van dit type vennootschap mede afhankelijk van niet juridische bronnen.

Gelet op de publieke taken die deze vennootschappen als ‘maatschappelijke onderneming’ vervulden, was een publiek belang gemoeid met de continuïteit van die onderneming. Tot waarborg van de continuïteit golden enkele bijzondere regels voor de *societas publicanorum* en *vectigalium*. Sommige daarvan waren ontleend aan de *universitas*. Zo werd de eenheid van de vennootschap tot uitdrukking gebracht doordat de analogie van het *corpus habere* ook op deze vennootschappen werd toegepast.¹⁴⁴ Het was de vennootschap toegestaan een vertegenwoordiger aan te wijzen die namens de vennoten aan het rechtsverkeer deelnam, bijvoorbeeld ter gelegenheid van een veiling van het recht om bepaalde belastingen te innen.¹⁴⁵ Bijzonder was voorts dat een participatie in de vennootschap door vererving kon overgaan, zodat de vennootschap niet altijd door de dood van een vennoot werd ontbonden.¹⁴⁶ Een andere bijzonderheid van de *societas publicanorum* betrof het feit dat de vennootschap niet werd ontbonden door het instellen van een *actio pro socio*.¹⁴⁷ De *societas publicanorum* week verder af van de gewone *societas*, doordat de hoedanigheid van vennoot niet strikt verbonden was aan de personen die de vennootschap hadden opgericht. Hoewel niet onomstreden, wordt wel betoogd dat zelfs participaties werden verhandeld.¹⁴⁸

Dat de *societas publicanorum* en *vectigalium* bijzondere vennootschapsvormen waren, staat wel vast. Zelfs is wel betoogd dat zij zouden zijn aan te merken als een soort vroege kapitaalvennootschap.¹⁴⁹ Daargelaten dat uitsluitend hierover als gevolg van ontoereikend bronnenmateriaal moeilijk valt te verkrijgen, is reeds het stellen van de vraag weinig zinvol, nu zij getuigt van een anachronisme. Aangezien er bovendien geen historisch verband valt te construeren tussen de moderne kapitaalvennootschap en de *societas publicanorum* en *vectigalium*, mist de vraag ook relevantie. Belangrijker is hier te constateren

144. D.3,4,1.

145. D.3,4,1,1. Fleckner 2010, 262 e.v.; Malmendier 2002, 240 e.v.; 261 e.v. Over de vraag langs welke weg en in welke mate andere vennoten gebonden werden (*in solidum* of *pro parte*), bestaat onzekerheid. (Fleckner 2010, 325 e.v.)

146. D.17,2,59 pr. en D.17,2,63,8. Een uitzondering gold echter, wanneer degene die als vertegenwoordiger was aangesteld kwam te overlijden. (Malmendier 2002, 245)

147. D.17,2,65,15.

148. Malmendier 2002, 247 e.v. Sceptisch daarentegen Fleckner 2010, 450 e.v.

149. Malmendier 2002.

dat, hoe verschillend de *societas* en *universitas* ook waren, er niettemin reeds ten tijde van de republiek mengvormen van beide bestonden. De *universitas* en *societas* hadden weliswaar een heel verschillend karakter, maar de *societas publicanorum* bewijst wel dat de beide rechtsvormen met aanpassingen aan beide zijden konden worden gecombineerd.

1.2.2 Wasdom in de Middeleeuwen

34 Algemene schets. In de Middeleeuwen maakte de *universitas* een grote evolutie door en werd zij toegepast op alle mogelijke verenigingen van personen. De groeiende Italiaanse stadstaten, en vervolgens steden en staten elders in Europa, werden in juridische zin benaderd als een *universitas*.¹⁵⁰ Groepen studenten vonden in de *universitas* een institutionele basis voor hun studievereniging, niet toevallig universiteit (*universitas studiosorum*) genaamd.¹⁵¹

Belangrijker voor de ontwikkeling van de rechtsvorm *universitas* was de kerk die zichzelf als *universitas* beschouwde en die in de *universitas* een instrument vond om aan haar groeiende organisatie een institutionele basis te geven.¹⁵² Dat gold niet alleen voor het hiërarchisch georganiseerde onderdelen van de kerk, maar ook voor de min of meer zelfstandige organisaties binnen de kerk zoals kloosterorden. Voorts werden religieuze leken-broederschappen en armeninstellingen (*collegia causa pietatis*) in juridische zin gestoeld op de *universitas*.¹⁵³ Een belangrijke rol bij de rechtsontwikkeling van de *universitas* was weggelegd voor de canoniek rechtsgeleerde Sinibaldus Fliscus, de latere paus Innocentius IV (†1254).

Voorts gebruikten de talloze gilden in Europa, ondanks hun Germaanse oorsprong, de *universitas* als institutioneel kader voor hun organisatie met een uitgesproken corporatief karakter. Aanvankelijk vervulden gilden vooral een sociale en religieuze functie; later ontstonden talloze ambachts- en

150. Gierke 1881, 198 e.v.; vgl. voorts voor de *corporation* Mehr 2008, 223.

151. Vanaf 1088 sloten studenten zich in Bologna aaneen om gezamenlijk leraren aan te stellen. Deze vereniging werd pas in 1158 door Frederik I (Barbarossa) als *universitas* erkend. Nadien volgden de *universitates* van onder andere Oxford (1167, al werd er al rond 1096 onderwijs gegeven), Parijs (1150), Modena (1175), Valencia (1208), Cambridge (1209).

152. Gillet 1927, 79 e.v.; 109 e.v.; Mehr 2008, 216 e.v.; Gierke 1881, 194 e.v.; Berman 1983, 215 e.v. De kerk beschouwde zich als lichaam van Christus en gaf aan het *corpus habere* een eigen theologische lading (vgl. 1 Kor. 12:27: 'Welnu, u bent het lichaam van Christus en ieder van u maakt daar deel van uit.' en Gal. 3:28: 'Er zijn geen Joden of Grieken meer – u bent allen één in Christus Jezus.').

153. Hoewel armeninstellingen en vergelijkbare organisaties niet als vereniging van personen zijn te beschouwen, is hun juridisch kader mede ontleend de *universitas*.

handelsgilden die zich weliswaar primair richtten op het desbetreffende ambacht of de handel in een bepaald gebied, maar die hun sociale karakter niet verloren. Zij waren georganiseerd op basis van de analogie van de familie wier voortbestaan evenmin als dat van de corporatie afhankelijk was van het leven van de afzonderlijke leden. De Romeinse beginselen van *coire*, *convocari*, *cogi* pasten goed bij de corporatieve organisatie van de gilden: zij waren democratisch georganiseerd en in ledenvergaderingen – morgenspraken genaamd – werden hun bestuurders bij meerderheid van stemmen benoemd.¹⁵⁴ De leden waren vaak op straffe van een boete verplicht aanwezig te zijn bij de gildevergaderingen. De gilden kenden talloze interne reglementen die niet alleen betrekking hadden op de beroeps- en gedragsregels, maar dikwijls ook een sociaal of religieus karakter hadden. Denk aan reglementen over feesten ter ere van gilde-heiligen. Via tuchtrechtspraak en boetes werd de naleving ervan afgedwongen. Zo namen de gilden taken over die wij thans als staatstaken beschouwen.

De *universitas* was kortom een vehikel dat werd gebruikt voor alle mogelijke Middeleeuwse instituties. Sommige kenden als corporatief verband een sterke betrokkenheid van de leden, andere niet. Kenmerkend was steeds de continuïteit van de institutie die de *universitas* in staat stelde gedurende lange tijd als zodanig aan het rechtsverkeer deel te nemen. De wereldlijke *universitates* werden voorts gekenmerkt door een publiekrechtelijke inslag; voor de (stad)staten volgde dit uit de aard ervan. Andere *universitates* waren door het wereldlijk gezag goedgekeurd of legden zich toe op activiteiten waarmee een publiek belang gemoeid was. *Universitates* worden daarom van oudsher niet met een winstoogmerk geassocieerd. Dat laat onverlet dat ambachts- of kooplieden volgens de regels van het gilde voor eigen rekening en risico commerciële activiteiten ontplooiden.

De ontwikkeling van de *universitas* binnen zowel het canonieke als het civiele recht had tot gevolg dat tussen beide benaderingen verschillen ontstonden. Niettemin hebben de civilisten en canonisten elkaar over en weer beïnvloed. Hier worden enkele onderwerpen aangestipt die voor het vervolg van het betoog van belang zijn.

35 *Persona ficta.* In nr. 31 bleek reeds dat het *Corpus Iuris Civilis* weliswaar aanzetten bevatte in de richting van rechtspersoonlijkheid, maar dat het begrip als zodanig binnen het Romeinse recht nooit is ontwikkeld, onder andere omdat het Romeinse recht nooit een algemeen persoonsbegrip heeft gekend. Pas rond het begin van de 19^e eeuw zou een algemene leer omtrent de natuurlijke

154. Scott I (1912), 4.

persoon ontstaan, zodat het vanaf dat moment pas mogelijk werd om organisaties voor wat betreft het vermogensrecht gelijk te stellen aan de natuurlijke persoon.¹⁵⁵ Het ontbreken van een algemeen persoonsbegrip laat onverlet dat organisaties in bepaalde, meer specifieke opzichten gelijk kunnen worden gesteld aan een natuurlijke persoon, bijvoorbeeld voor wat betreft de bekwaamheid om in rechte te treden of om een onrechtmatige daad te begaan. Langs deze weg kon de *universitas* in de Middeleeuwen *de facto* de eigenschappen gaan vertonen die wij thans met rechtspersoonlijkheid associëren.

Doordat in de Middeleeuwen de *universitas* werd toegepast op talloze organisaties van uiteenlopende aard en omvang ontstonden verschillende vragen die niet eenvoudig aan de hand van het *Corpus Iuris Civilis* konden worden beantwoord. Zo was bijvoorbeeld omstreden of een *universitas* een zaak in bezit kon hebben; naar Romeins recht gold hiervoor als vereiste dat de *animus possidendi*, een wil om te bezitten, aanwezig was. De vraag was dan of een *universitas* als collectief van leden wel een dergelijke collectieve wil kon hebben.¹⁵⁶ Verder speelde in de praktijk de vraag of een kloosterorde wel een zaak in eigendom kon behouden, wanneer alle leden waren gestorven en nieuwe leden hiervoor in de plaats waren gekomen en of een kloosterorde de zaak in eigendom behield, nadat haar laatste lid is gestorven.¹⁵⁷

Weliswaar was onder het Romeinse recht het bestaan van de *universitas* niet afhankelijk van het leven en lidmaatschap van haar leden, maar de *universitas* als zodanig werd nog niet geheel los gezien van deze leden, hun voorbijgaande lidmaatschap ten spijt. Uiteenlopende praktijkvragen waren eenvoudiger op te lossen wanneer de *universitas* minder onlosmakelijk werd geassocieerd met haar leden, maar een eigen bestaan verwierf buiten dat van haar leden.

Het abstractieproces, waarbij krachtens een rechtsfictie de *universitas* zodanig van haar gezamenlijke leden werd losgemaakt dat zij in sommige opzichten gelijk werd gesteld aan een natuurlijk persoon is de uitkomst geweest van een geleidelijke evolutie.¹⁵⁸ De kiem van het deze ontwikkeling is reeds te vinden in D.3,4,7,1 (nr. 31). Behoudens enkele uitzonderingen waren de leden van een *universitas* niet aansprakelijk voor haar schulden en omgekeerd.¹⁵⁹

155. Coing I (1985), § 29; Coing II (1989), § 46 e.v.

156. Mehr 2008, 219 e.v.; Gillet 1927, 87 e.v.; 116 e.v.; Avi-Yonah, 777–778. Het *Corpus Iuris Civilis* bood aanknopingspunten voor zowel een ontkennend als bevestigend antwoord op deze vraag (D.41,2,1,22 en D.10,4,7,3); gelet op de behoeften van de praktijk neigde de leer naar een bevestigend antwoord, tenzij alle leden waren gestorven, met dien verstande echter dat voor de kerk een uitzondering gold: *ecclesia numquam moritur* (de kerk komt niet te overlijden). (Mehr 2008, 220 e.v.)

157. Mehr 2008, t.a.p.

158. Vgl. Waelkens 2008, 232 e.v.

159. Mehr 2008, 274 e.v.

Een belangrijke stap in deze evolutie is halverwege de 13^e eeuw gezet door Innocentius IV die als eerste de *universitas* (althans een *collegium*) aanduidde als gefingeerd persoon. De reikwijdte van deze fictie was echter nog beperkt. Zo werd in het canonieke procesrecht van partijen verlangd een eed af te leggen die ertoe strekte te voorkomen dat partijen misbruik van procesrecht maakten.¹⁶⁰ Met behulp van een fictie onderbouwde Innocentius de (heersende) opvatting dat niet alle leden gezamenlijk een dergelijke eed moesten afleggen: het *collegium* werd voor dit doel door middel van een fictie gelijkgesteld aan één persoon, zodat ook één persoon een eed kan afleggen.¹⁶¹ Kort nadien stelde De Ravanis (De Révigny, ca. 1235–1296) in algemene zin dat de goederen van een *collegium* in eigendom van het *collegium* zelf zijn, omdat het *collegium* gold als *persona repraesentata*, een vertegenwoordigde persoon.¹⁶² Dergelijke ficties, evenals de termen *persona ficta*, *persona repraesentata* of *persona imaginata* (gefingeerde, vertegenwoordigde of verbeelde persoon) vonden snel ingang. Zo was volgens Bartolus de Saxoferrato (1313–1357) een *universitas* van studenten in werkelijkheid weliswaar niets anders dan de gezamenlijke

160. Mehr 2008, 254.

161. Innocentius *Commentaria* X 2,20,57 stelde: ‘5 (...) dat het op grond van deze Decretale tegenwoordig wordt toegestaan dat alle genootschappen door middel van een derde een eed afleggen. Dit is daarom het geval, omdat, aangezien het *collegium* in een zaak die betrekking heeft op het geheel wordt gefingeerd als één persoon, het mogelijk is dat zij [de leden] door middel van één [persoon] een eed afleggen, hoewel zij ook ieder voor zich een eed kunnen afleggen als zij zouden willen (...), en zulks wegens het gemak van het stellen en antwoorden.’ (5 (...) *quod autoritate huius decretalis hodie licitum est omnibus collegiis per alium iurare, et hoc ideo quia cum collegium in causa universitatis fingatur una persona, dignum est quod per unum iurent, licet per se iurare possint si velint (...) et etiam propter facilitatem ponendi et respondendi*).

Volgens Gierke 1881, 279 e.v. had Innocentius hier met een *genialem Griff* een algemene fictietheorie ontworpen, vergelijkbaar met die van Savigny. Feenstra 1956, 414, gesteund door Mehr 2008, 255, wijst er echter op dat de fictie hier in een specifieke context wordt gehanteerd en dat niet blijkt dat de fictie een bredere strekking heeft. Integendeel, Innocentius *Commentaria* X 5,39,52 ontkent bijvoorbeeld dat de *universitas* op grond van deze fictie kan worden geëxcommuniceerd. Immers, een *universitas* kan volgens Innocentius, niet onrechtmatig handelen: ‘1 (...) omdat een *universitas*, evenals een kapittel, een volk, een stam en dergelijke, begrippen van het recht zijn en niet van personen, zodat zij niet geëxcommuniceerd kan worden. (...)’ (1 (...) [*Q*]uia *universitas, sicut est capitulum, populus, gens, et huiusmodi nomina sunt iuris, et non personarum, ideo non cadit in eam excommunicatio*. (...)). De vernieuwing bij Innocentius is er kortom in gelegen dat hij de *universitas* voor bepaalde doeleinden als fictie en als rechtsbegrip aanmerkte, waarmee hij de weg plaveide voor verdere ontwikkeling en uitbreiding van dit fictiebegrip door anderen. Voor wat betreft de vraag of een *universitas* onrechtmatig kan handelen nam Innocentius overigens een minderheidsopvatting in (Mehr 2008, 247 e.v.).

162. Feenstra 1956, 425 e.v.; Feenstra 1998, 315 e.v.

studenten, maar krachtens *fictio iuris*, rechtsfictie, was deze opvatting niet juist: volgens het recht vertegenwoordigde de *universitas* een zelfstandige persoon die moest worden onderscheiden van de studenten of haar leden; immers, de *universitas* leefde voort nadat alle leden waren uitgetreden en nieuwe waren toegetreden.¹⁶³

De fictie bleek niet alleen geschikt om te verklaren waarom het voortbestaan van de *universitas* niet afhankelijk was van dat van haar leden. Verschillende andere eigenschappen van de *universitas* konden met behulp van deze fictie onder één noemer worden gebracht of aan de *universitas* worden toegeschreven. De *universitas* kon in haar eer en goede naam worden aangetast, zij kon op gelijke wijze als natuurlijke personen zaken in eigendom hebben, en als erfgenaam of legataris optreden.¹⁶⁴ Doordat de *universitas* op verschillende terreinen gold als *persona ficta*, kon zij in de praktijk als ‘rechtssubject’ aan het rechtsverkeer deelnemen.

36 Institutioneel karakter. In nr. 30 is gebleken dat het *Corpus Iuris Civilis* weliswaar in beginsel de toestemming van het wereldlijk gezag verlangde voor de oprichting van een *universitas*, maar dat aan het goedkeuringsvereiste niet behoefde te worden voldaan, wanneer de *universitas* zich hield aan

163. Bartolus 1570, commentaar op D.48,19,16,10 sub 3 ‘(...) Wij moeten ten eerste bezien of een *universitas* iets anders is dan haar leden. Sommigen zeggen van niet (...), zoals de filosofen en canoniekrechtelijke rechtsgeleerden, die menen dat het geheel niet verschilt van zijn delen. De waarheid is dat zij gelijk hebben als we naar de werkelijkheid als zodanig kijken. Want een *universitas* van studenten is niets anders dan de studenten zelf. Maar krachtens de fictie van het recht spreken zij niet de waarheid. Want een *universitas* vertegenwoordigt een persoon die moet worden onderscheiden van de studenten of van de leden van een *universitas*. (...). Wat blijkt: omdat door het uittreden van alle leden en het toetreden van anderen, is de *universitas* toch dezelfde gebleven. Evenzo is een volk hetzelfde gebleven, nadat allen zijn gestorven en anderen voor deze in de plaats zijn gekomen. (...) en daarom is op grond van een rechtsfictie de *universitas* iets anders dan haar leden: de *universitas* is een voor aanwezig gehouden persoon.’ ([D]ebemus videre, primo an universitas sit aliud, quam homines universitatis. Quidam dicunt, quod non (...) et hoc tenent omnes Philosophi et Canonistae, qui tenent, quod totum non differt realiter a suis partibus. Veritas est, quod si quidem loquamur realiter vere et proprie, ipsi dicunt verum. Nam nil aliud est universitas scholarium, quam scholares: sed secundum fictionem iuris ipsi non dicunt verum. Nam universitas representat unam personam, que est aliud a scholaribus, seu ab hominibus universitatis (...) quod apparet: quia recedentibus omnibus istis scholaribus, et aliis redeuntibus, eadum tamen universitas est. Item mortuis omnibus de populo, et aliis subrogatis, idem est populus (...) et sic aliud est universitas, quae personae, quae faciunt universitatem, secundum iuris fictionem: quae est quaedam persona representata.). Zie voorts Avi-Yonah 2005, 781; Feenstra 1956, 431 e.v.; Feenstra 1998, 317.

164. Mehr 2008, 218 e.v.

bepaalde van overheidswege vastgestelde richtlijnen.¹⁶⁵ Deze tweeslachtigheid bood ruimte voor verdere rechtsontwikkeling in de Middeleeuwen. Waar centraal overheidsgezag dikwijls ontbrak is het niet verwonderlijk dat een groot aantal *universitates* van rechtswege als toegelaten werden beschouwd voor zover deze strekten tot nut van het algemeen.¹⁶⁶ Hiertoe behoorden bijvoorbeeld verschillende soorten gilden en beroepsverenigingen, alsmede armeninstellingen (*collegia causa pietatis*).¹⁶⁷ In de vroegmoderne tijd zou met de opkomst van het centraal gezag weer strenger worden vastgehouden aan het goedkeuringsvereiste. De goedkeuring vormde een instrument van de heerser om zijn autoriteit in een bepaald gebied te doen gelden.¹⁶⁸

De goedkeuring door een wereldlijke of kerkelijke autoriteit bracht mee dat een deel van de bevoegdheid van deze autoriteit als het ware werd gedelegeerd aan de *universitas*; denk bijvoorbeeld aan het verlenen van stadsrechten. Daarmee kreeg het *coire, convocare, cogi* een meeromvattende institutionele betekenis dan in het Romeinse recht: de goedkeuring of erkenning bracht mee dat de *universitas* zogenaamde *iurisdictio*, jurisdictie, werd verleend. Krachtens de jurisdictie was aan de *universitas* de bevoegdheid gedelegeerd om eigen statuten vast te stellen die bindend waren voor haar leden – in de Nederlanden ook wel het recht van keur genoemd. De omvang van de jurisdictie hing af van de aard van de *universitas* – bijvoorbeeld een stad, kloosterorde of handelsgilde – alsmede van hetgeen het desbetreffende hogere gezag aan de *universitas* aan regelgevende bevoegdheid had afgestaan. Aan de *universitas* kon een zeer beperkte jurisdictie worden toegekend, terwijl sommige Italiaanse stadsstaten volledige jurisdictie genoten, hetgeen impliceerde dat zij volledig soeverein waren en hun eigen staat konden inrichten zonder inmenging van buitenaf.¹⁶⁹ Voor wat betreft de *universitates* die van rechtswege waren toegelaten en wier oprichting geen uitdrukkelijke tussenkomst van het publiek gezag vereiste, werd aangenomen dat deze in ieder geval jurisdictie genoten met betrekking tot interne aangelegenheden van administratieve aard, alsmede tot de regels die krachtens gewoonte binnen de *universitas* golden. Wilde een *universitas* regels in het leven roepen die haar jurisdictie-bevoegdheid te buiten gingen, dan was daartoe de goedkeuring van het desbetreffende wereldlijke of kerkelijke gezag

165. D.47,22,1, pr. en 1 en D.47,22,3 pr. en 1.

166. Mehr 2008, 233–235.

167. Mehr 2008, 233; Innocentius, *Commentaria* X 5,31,14. Was het in het algemeen toegelaten om religieuze leken-broederschappen op te richten, voor het instellen van kerkelijke *collegia*, zoals kloosters was evenwel toestemming van de kerkelijke autoriteiten vereist. Over de vraag of *universitates* die betrekking hadden op de organisatie van steden en gemeenten de goedkeuring van hogerhand behoeften liepen de opvattingen uiteen (Mehr 2008, 234).

168. Mehr 2008, 234 e.v.

169. Bartolus 1570, commentaar op D.1,1,9 (*Omnes populi*) onder 3 en 4.

vereist.¹⁷⁰ Binnen haar jurisdictie echter was de *universitas* soeverein en had de hogere autoriteit in beginsel haar gezag in zoverre afgestaan.¹⁷¹

Tot de jurisdictie behoorde ook de bevoegdheid om interne regels af te dwingen. Doorgaans kwam deze (tucht-)rechtelijke bevoegdheid toe aan de bestuurders, *rectores* of *praelati*, al naar gelang het een wereldlijke, of kerkelijke *universitas* betrof.¹⁷² Innocentius:

‘Evenzo komt aan hen, die door de leden van een een of ander ambachts- of handelsgilde tot bestuurders [*rectores*] zijn gekozen, de gewone jurisdictie toe, met dien verstande dat waaraan de leden van dit handels- of

170. Innocentius *Commentaria* X 1,2,8: ‘2. Anderen zeggen terecht dat een kerk, of het nu een bisschopskerk of een andere kerk betreft, zonder goedkeuring van de bisschop geen statuten kan opstellen, tenzij het om ongewichtige zaken gaat (...), omdat de bisschop aan het hoofd staat van de bisschopskerk en van andere kerken. Voor andere *universitates* kan worden volstaan met de opmerking dat zij over hun eigen zaken statuten kunnen opstellen (...). *Universitates* aan wie jurisdictie is toegekend kunnen statuten opstellen over alle zaken waarover de jurisdictie zich uitstrekt, terwijl zij eveneens gewoonteregels kunnen invoeren.’ (*Alii tamen dicunt, et forte melius, quod nullum statutum potest facere ecclesia, sive cathedralis, sive alia sine consensu Episcopi (...) nisi forte essent aliqua minima (...) quia Episcopus est caput cathedralis ecclesiae, et etiam aliorum. (...) De aliis tamen universitatibus satis posset dici, quod super rebus suis possent facere statuta. (...) Universitates autem quae habent iurisdictionem, possunt facere statuta super omnibus, quae ad iurisdictionem suam pertinent, sicut et consuetudinem inducere possunt*).

Bartolus 1570, commentaar op D.1,1,9 (*Omnes populi*): ‘4. (...) [W]anneer een volk volledige jurisdictie heeft, kan het statuten opstellen zonder de instemming van een hogergeplaatste te hebben afgewacht. (...) 5. (...) [W]anneer zij een beperkte jurisdictiebevoegdheid hebben, kunnen zij in administratieve aangelegenheden of in zaken waarover zij jurisdictie hebben statuten opstellen; in andere zaken kunnen zij dat niet zonder toestemming van een hogere autoriteit (...).

6. In de tweede plaats vraag ik mij af of *collegia* statuten kunnen maken. Hiertoe geldt, dat wettelijke en toegelaten *collegia* statuten kunnen maken over die zaken waarover zij jurisdictie hebben, alsmede over die onderwerpen die op hun eigen leden betrekking hebben (...). (4. [*Q*]uando *populus habet omnem iurisdictionem potest facere statutum, non expectata superioris auctoritate* (...). 5. (...) [*Q*]uando *habent iurisdictionem limitatam, in his in quibus habent administrationem, seu iurisdictionem possunt facere statuta, in aliis non sine superioris auctoritate* (...). *Secundo quaero, utrum collegia possint facere statuta? Videtur dicendum, quod collegia licita et approbata in his, in quibus habent iurisdictionem et quo ad ea, quae ad ipsos collegiatos pertinent possunt facere statuta* (...).’ Nader Mehr 2008, 242; Gierke 1881, 456 e.v.

171. Gierke 1881, 460; vgl. Prak & Van Zanden 2013, 93; 100.

172. In beginsel was de benoeming van een *rector* of *praelatus* onderworpen aan de goedkeuring van het hogere gezag. Omstreden was of de jurisdictie besloten lag in het feit dat het hogere gezag de benoeming van de *rector* of *praelatus* had goedgekeurd, dan wel of de *universitas* zelf de jurisdictie had die zij vervolgens had overgedragen aan haar *rector* of *praelatus*. Volgens Gierke 1881, 455 kende de *universitas* de jurisdictie toe door een *rector* te kiezen, hoewel de uitoefening van de jurisdictie in beginsel afhankelijk was van de bevestiging van hogerhand. Vgl. voorts Mehr 2008, 239; Prak & Van Zanden 2013, 91.

ambachtsgilde zich daaraan niet kunnen onttrekken. [C.3,13,7] waar wordt gezegd dat zij [de leden] gehouden zijn zich voor hen [*rectores*] te verantwoorden, zowel met betrekking de algemene zaken van de vereniging, als ook met betrekking tot kwesties van de leden onderling, voor zover deze betrekking hebben op de vereniging, als zij daar worden opgeroepen.¹⁷³

Vaak ook kenden *universitates* aparte tuchtcolleges aan wie de handhaving van de statuten was opgedragen. In kerkelijke colleges kwam deze jurisdictiebevoegdheid ook toe aan een geestelijke, hoger in de hiërarchie. Onder verwijzing naar Mehr 2008 die meer nuances en variaties uiteenzet wordt hier volstaan met de opmerking dat zowel het regelgevende als het handhavende aspect van de jurisdictie het institutionele karakter van de Middeleeuwse *universitates* verder heeft versterkt, of het nu ging om (stad)staten, kloosterorden of gilden.¹⁷⁴

37 Meerderheidsbeginsel. De bevoegdheid om statuten en andere interne regels vast te stellen veronderstelt dat de *universitas* besluitvormingsregels kent. Zoals in nr. 32 bleek, waren de schaarse regels in het *Corpus Iuris Civilis* toegespitst op de besluitvorming binnen stadsraden en kwamen deze kort gezegd neer op een quorumeis van 2/3 van de leden en besluitvorming bij gewone meerderheid. Deze regels vormden het aanknopingspunt waarop in de Middeleeuwen werd verder gebouwd voor wat betreft de besluitvorming binnen *universitates* in het algemeen. Geboren uit praktische noodzaak, vond het meerderheidsbeginsel zijn juridische fundering door een verdere uitbouw van de fictie van de *universitas* als *persona repraesentata* of *persona ficta*. De meerderheid werd geacht de gehele *universitas* te vertegenwoordigen, terwijl de minderheid slechts een verzameling individuen vormde.¹⁷⁵ In het canonieke recht werd het meerderheidsbeginsel voorts onderbouwd vanuit de veronderstelling dat de meerderheid de waarheid beter in pacht heeft.¹⁷⁶ De Middeleeuwse civilisten en canonisten waren zich echter goed bewust van het spanningsveld tussen enerzijds het praktische voordeel van besluitvorming bij meerderheid en anderzijds het risico dat de rechten en belangen van de minderheid in het gedrang

173. Innocentius *Commentaria* X 1,31,3: ‘1. (...) *Item qui eliguntur ab his, qui sunt alicuius professionis vel negotiationis in rectores ordinariam iurisdictionem habent in tantum, quod hi qui de ipsa negotiatione vel professione sunt, non possunt extra eorum iurisdictionem declinare. [C.3,13,7] ubi dicitur quod tam de publicis causis societatis, quam etiam privatis, quas habent occasione societatis socii inter se coguntur respondere sub eis, si ibi convenientur. (...).*’

174. Mehr 2008, 237 e.v.

175. Gierke 1913, 321; 326; Heinberg 1926, 59.

176. Gierke 1913, 323, verwijzend naar Innocentius: ‘(...) *quia per plures melius veritas inquiritur.*’ Voorts Heinberg 1926, 52.

konden komen. In de wereldlijke *universitas*, maar vooral binnen de kerkelijke *universitas* ontwikkelde zich daarom een fijnmazig regelstelsel dat getuigt van een zoektocht naar een juiste balans tussen de belangen van de *universitas* als geheel en de belangen van de individuele leden. In de 19^e eeuw zou dit thema in het kader van bescherming van minderheidsaandeelhouders veel pennen in beweging brengen en zou herhaaldelijk worden teruggegrepen naar de oplossingen die in het canonieke recht waren gevonden.¹⁷⁷

Het stelsel aan besluitvormingsregels was dermate gecompliceerd en veranderde ook mettertijd, dat de hoofdlijnen niet kunnen worden geschetst zonder de talloze schakeringen geweld aan te doen. In grote lijnen kan men stellen dat in het civiele recht meer werd vastgehouden aan formaliteiten ten aanzien van de totstandkoming van besluiten, terwijl in het canonieke recht de oplossing eerder werd gezocht in de mogelijkheid van een vorm van billijkheidstoetsing. In het civiele recht werd bijvoorbeeld doorgaans vastgehouden aan het quorumvereiste van 2/3 van de leden, terwijl slechts geldig kon worden besloten wanneer was voldaan aan uiteenlopende oproepingsvereisten.¹⁷⁸ In het canonieke recht speelden besluitvormingsformaliteiten een minder belangrijke rol, terwijl het quorumvereiste geleidelijk zijn betekenis verloor.¹⁷⁹

Voor wat betreft het meerderheidsbesluit golden in hoofdlijnen de volgende regels. Besluiten over onderwerpen die buiten de jurisdictie vielen moesten bij unanimitieit worden genomen.¹⁸⁰ Ten aanzien van besluiten die binnen de jurisdictie vielen, werd een onderscheid gemaakt tussen besluiten die de *universitas* als geheel aanging en besluiten die betrekking hadden op de belangen of rechten van individuele leden (*jura singulorum*). In het eerste geval besloten de leden *ut universi*, gezamenlijk krachtens meerderheidsbesluit; in het tweede geval stond de bescherming van de leden wier belangen rechtstreeks in het geding waren voorop en stemden zij *ut singuli*, als individueel belanghebbenden, zodat telkens hun instemming vereist was.¹⁸¹ Het onderscheid tussen

177. Voor een overzicht: Vrij 1923.

178. Mehr 2008, 247, 257; Gierke 1881, 393; 466 e.v.; Gierke 1913, 321. Na de Middeleeuwen werd minder aan het quorumvereiste vastgehouden mits aan de oproepingsformaliteiten was voldaan (Mehr 2008, 258).

179. Gierke 1881, 319 e.v.; 468.

180. Gierke 1881, 474.

181. Innocentius, *Commentaria* X 1,2,6: '3. (...) Vormen (...) meer personen een collegium dan moet men een onderscheid maken. Ofwel er zijn zaken die uit noodzaak of uit nut voor de kerk moeten worden gedaan, zoals vervreemdingen, verkiezingen, aanstellingen en dergelijke. Dan is het voldoende dat de meerderheid daartoe op wettige en juiste wijze besluit. (...) Maar bij alle andere zaken die niet geschieden uit noodzaak of nut, maar alleen wegens het nut van kanunniken, zoals de verdeling van een prebende [een zakelijk genotsrecht op een goed toebehorend aan de kerk dat aan een geestelijke werd verleend], dan is een besluit niet geldig, tenzij allen instemmen, omdat dat hetzelfde is zoals bij individuen, alsof het gaat over een recht dat individuen betreft. (...). Anders ligt het als deze regeling of de verdeling van de prebenden wel tot nut van de hele kerk plaatsheeft. Dan is een meerderheidsbesluit

besluitvorming door *omnes ut universi* en *omnes ut singuli* bleek vervolgens een eindeloze bron van meningsverschillen: hoe breder het begrip *jura singulorum* werd uitgelegd, des te meer moest bij unanimiteit worden besloten en *vice versa*.¹⁸²

In het canonieke recht gold nog een uitzondering voor besluiten die in beginsel bij meerderheid werden genomen. Wanneer de minderheid meende dat de meerderheid niet tevens de *sanior pars* (het wijzere, gezondere deel) vertegenwoordigde, dan kon zij op grond van de billijkheid beroep instellen bij een hogere kerkelijke instantie. Daarbij werd uitgegaan van de weerlegbare veronderstelling dat de *maior pars* tevens de *sanior pars* vertegenwoordigde. Voor het overige was het antwoord op de vraag wie de *sanior pars* vertegenwoordigde afhankelijk van het aanzien dat de verschillende partijen genoten (*auctoritas*), hun verstand en vroomheid (*ratio et pietas*), de vraag of zij werden gedreven door nobele ijver en billijkheid (*bonus zelus et aequitas*), terwijl voorts de praktische gevolgen in aanmerking werden genomen.¹⁸³ Wanneer echter de *maior pars* 2/3-meerderheid vertegenwoordigde, dan was beroep niet mogelijk, omdat de meerderheid tevens geacht werd de *sanior pars* te omvatten.¹⁸⁴ Hoewel dit beginsel in het Romeinse recht niet gold, valt de thans nog steeds gebruikelijke besluitvorming bij gekwalificeerde meerderheid in geval van ingrijpende besluiten te herleiden tot de canoniekrechtelijke leer van *maior et sanior pars*.¹⁸⁵

Hoe gecompliceerd ook, de verschillende Middeleeuwse opvattingen getuigen van een besef van de gecompliceerde verhouding tussen het meerderheidsbeginsel en bescherming van minderheidsbelangen. In zoverre waren de Middeleeuwse opvattingen genuanceerder dan die van natuurrecht- of sociaal contract-denkers als De Groot, Locke en Rousseau eeuwen later.¹⁸⁶ Vooral bij Rousseau zou het meerderheidsbeginsel tot in het extreme worden

voldoende (...) en dan moet overeenstemming worden bereikt als collegium en niet als individu.’

(3. (...) *Si (...) sint plures ut collegium distigue. Aut sint aliqua facienda ex necessitate, vel utilitate ecclesiae, ut alienationes, electiones, institutiones, et similia, et tunc sufficit, quod legitime, et bene facit maior pars. (...) Sed ex aliis quam necessitate, vel utilitate non fiunt, sed propter utilitatem canonicorum tantum, puta cum dividitur praebenda, non valet, nisi omnes consentient quia pro eodem est, ac si agerentur de iure quo ad singulos, ut ad singulos pertinet (...). Secus autem dicere, si haec constitutio, vel etiam divisio praebeendarum fieret pro utilitate ecclesiae, quia tunc sufficeret maior pars (...) et tunc consentire debent tanquam collegium, non tanquam singuli (...).*) Vgl. Gierke 1881, 323; 472; Berman 1983, 220 e.v.; Vrij 1923, 4; 51.

182. Vrij 1923; Gierke 1913, 322.

183. Gierke 1913, 323; Gillet 1927, 139; Heinberg 1926, 60.

184. Bij pauselijke verkiezingen was geen beroepsinstantie mogelijk, zodat hier een 2/3 meerderheid vereist was.

185. Gierke 1881, 475 en, m.b.t. het commune recht: Gierke 1881, 221 e.v.; Gierke 1913, 324.

186. Rousseau 1762, I.7 en III.4; De Groot, *De iure belli ac pacis* II,5,17; Locke 1689 (1698), 2.VIII.95–98.; hierover ook Gierke 1913, 329.

doorgevoerd, zozeer zelfs dat ‘*quiconque refusera d’obéir à la volonté générale, y sera contraint par tout le corps; ce qui ne signifie autre chose sinon qu’on le forcera d’être libre*’.¹⁸⁷

1.2.3 De Engelse corporation als bakermat van de joint stock company

38 Van gilden naar *regulated company*. De Engelse *corporation of body politic* kent een eigen geschiedenis die niettemin sterk is beïnvloed door de *universitas*, haar continentale zuster. Blackstone erkende dat de oorsprong van de *corporation* moest worden gevonden in de *universitas*, maar voegde daar wel bescheiden aan toe: ‘*our laws have considerably refined and improved upon the invention, according to the usual genius of the English nation.*’¹⁸⁸

De precieze ontstaansgeschiedenis van de *corporation* is in nevelen gehuld. Zeker is dat deze moet worden gezocht in de Middeleeuwse *boroughs*, versterkte nederzettingen die soms langzaam uitgroeiden tot dorpjes en steden.^{189,190} Naarmate de organisatie van een plaats groeide gingen deze nederzettingen een gemeenschappelijke naam en zegel voeren. Zij wisten zich onder koninklijke protectie te plaatsen die de *boroughs* een *Royal Charter* verleende en hun het recht gaf vertegenwoordigers naar het parlement af te vaardigen. De al eerder via het canonieke recht gerecipieerde *universitas* bleek vervolgens een bruikbaar concept dat de *boroughs* een juridisch kader en erkenning van hun continuïteit verschafte.¹⁹¹ Hoewel de verschillende universiteiten nog herinneren aan de *universitas*, raakte in Engeland vanaf het einde van de Middeleeuwen de term *corporation* en *body politic* in zwang.¹⁹²

De ontwikkeling van de *boroughs* hangt nauw samen met het groei van de gilden, in het bijzonder de handelsgilden; handel werd immers voornamelijk gevoerd tussen steden.¹⁹³ Ook handelsgilden waren corporatief

187. Rousseau 1762, I.7.

188. Blackstone 1827 (1765), I.18, § 469; Voor de samenhang tussen *universitas* en *corporation*, zie o.a. Holdsworth III (1923), 470 e.v.; Carr 1905, 148 e.v., 156 e.v. en Mehr 2008, 221 e.v. Veel Engelse eigenaardigheden hangen samen met het leenstelsel en de centrale spil van de koning hierin. Indien grond door de koning in leen was gegeven, kwamen de verleende rechten in beginsel te vervallen na de dood van de lener. Het belangrijkste recht van een *corporation* was dat van *perpetual succession*, hetgeen betekende dat een *corporation* het recht genoot om een goed *in perpetuum* in leen te houden. (Blackstone 1827 (1765), I.18 § 475; Kyd I (1793), 69). Typisch Engels is voorts de *corporation sole*, een *corporation* zonder leden die doet denken aan de stichting.

189. Carr 1905, 128 e.v.; Mehr 2008, 223; Robins 2006, 30. Bekende voorbeelden vormen de thans nog bestaande *City of London* en de *City of Westminster*.

190. Etymologisch verwant met het Nederlandse *burcht* komt de *borough* in huidige plaatsnamen nog terug als *-bury* en *-burgh*.

191. Carr 1905, 158 e.v.

192. Carr 1905, 150 e.v.

193. Carr 1905, 143 e.v.

HOOFDSTUK 1

georganiseerde verbanden. Binnen de handelsgilden dreven de leden voor eigen rekening en risico handel en waren daarbij gebonden aan de reglementen van het gilde. Het was de leden verboden een maatschap of een ander samenwerkingsverband aan te gaan met niet-leden. Anders dan op het continent wisten de handelsgilden een dermate dominante positie in te nemen, dat personenvennootschappen er niet zoals op het continent tot bloei konden komen. Het samenwerkingsverband werd versterkt doordat leden die goederen tegen een bepaalde prijs hadden gekocht, verplicht waren andere leden te laten delen in de transactie tegen dezelfde prijs.¹⁹⁴

Het exclusieve karakter van het lidmaatschap en het geringe handelsvolume in de late Middeleeuwen leidde dikwijls tot een *de facto* monopolie van een gilde met betrekking tot het verhandelde goed of het desbetreffende gebied. Vanaf het einde van de 14^e eeuw verleende de koning bepaalde privileges aan handelsgilden in een overzees gebied waardoor een handelsmonopolie ook door de koning werd erkend; hiermee ontstond de *regulated company* die werd beschermd door de *writs quo warranto* en *scire facias*. In 1391 verleende de koning bij *Charter* aan een *regulated company* de bevoegdheid om onder onder de naam *Mercatores in terra Prucia et in partibus de Liscone, Sounde et in dominiis de Hansa commorantes* een *governor* te kiezen die bepaalde jurisdictie-bevoegdheden kreeg over de Engelse kooplieden in het desbetreffende gebied.¹⁹⁵ Dankzij de jurisdictie-bevoegdheden werden de *regulated companies* instrument van buitenlandse politiek; deze beschikten soms ook over de bevoegdheid tot importheffingen ten behoeve van de koning die zo inkomsten kon verwerven zonder betrokkenheid van het parlement.¹⁹⁶

Een handelsmonopolie voor de leden van de *company* binnen het door het *Royal Charter* aangewezen gebied was het praktische gevolg. De elementen *coire, convocari, cogi*, alsmede het Middeleeuwse jurisdictie-concept blijken uit het *charter* van 1404 dat bepaalde dat de leden mochten vergaderen wanneer zij wilden, dat de vennootschap reglementen kon opstellen, en dat de *governor* deze met straffen mocht handhaven. Evenals de oude gilden hadden de *regulated companies* met hun ontwikkelde ledenorganisatie een uitgesproken corporatief karakter en konden zij bij meerderheid besluiten.¹⁹⁷

Regulated companies dreven zelf geen of weinig handel, maar konden wel vermogen vergaren, bijvoorbeeld door het innen van toegangs- en lidmaatschapsgelden en andere heffingen. Dit vermogen werd gebruikt om factorijen en consulaten te openen en om andere *overhead*-kosten te dragen die de handel

194. Scott I (1912), 6.

195. In 1407 en 1408 volgden monopolies voor twee *regulated companies* die handel dreven op Holland, Zeeland, Brabant en Vlaanderen, respectievelijk op Scandinavië. Vgl. Holdsworth VIII (1925), 199 e.v., Carr 1905, 117 e.v. en Freeman, Pearson & Taylor 2012, 46.

196. Harris 2000, 41; Holdsworth VIII (1925), 201 e.v.

197. Smith III (1784), 110 e.v.; Holdsworth VIII (1925), 202.

van de leden ten goede kwam. Eigen vermogen werd soms weer aan de koning geleend of gebruikt om het handelsmonopolie te vergroten. Omdat de *companies* een monopolie bezaten, waren zij bovendien geschikt om belastingen te innen op de goederen die zij verhandelden. De koning kon daarmee meer middelen verkrijgen en zijn macht vergroten in het desbetreffende gebied, terwijl de *regulated companies* belang hadden bij een handelsmonopolie.

39 Ontstaan van de *joint stock company*. In de loop van de 16^e eeuw ontstonden samenwerkingsverbanden binnen *regulated companies*. Zo kwam het wel voor dat leden die in eenzelfde stad woonden tezamen bepaalde investeringen deden of een handelsexpeditie uitrustten. Een ander samenwerkingsverband ontstond in 1554 binnen de *Merchant Adventurers of Newcastle-upon-Tyne* en hing samen met het uit de oude gilden voortgekomen onderscheid tussen een meester en zijn gezelschap.¹⁹⁸ Een gezelschap die nog niet toegelaten was als lid kon na verloop van enkele jaren voor een telkens groeiend bedrag investeren in *jointe-stocke with his maister*.¹⁹⁹

Naarmate dit fenomeen zich uitbreidde en de handel niet langer werd gedreven door (groepen van) individuele leden, maar op naam van de vennootschap, ontstond de *joint stock company*, waarvan de *Russia Company* (1553) en de *Levant Company* (1581) de eerste voorbeelden vormen. De interne organisatie van de *joint stock company* was dezelfde als die van de *regulated company*; ook *joint stock companies* werden opgericht door een *Royal Charter* waarbij een handelsmonopolie in een bepaald gebied werd verleend.²⁰⁰ De *joint stock company* onderscheidde zich slechts van de *regulated company* door het feit dat alle handelsactiviteiten namens en voor rekening en risico van de vennootschap werden verricht.²⁰¹ Onzekerheid over de beperkte aansprakelijkheid van de leden (nr. 40) liet onverlet dat zij hun aandelen konden overdragen. Overdracht aan niet-leden vereiste wel de goedkeuring van het bestuur.

De *joint stock company* had voor de lange afstandshandel betere papieren dan de *regulated company*. Deze handel vergde grotere investeringen dan de handel op het Continent, bijvoorbeeld in de vorm van grotere schepen, provisie,

198. Scott I (1912), 11.

199. Scott I (1912), 11.

200. Harris 2000, 41. Het feit dat de *joint stock company* min of meer is geëvolueerd uit de *regulated company*, betekent overigens niet dat de *regulated company* snel verdween. Beide vennootschapsvormen hebben lange tijd naast elkaar bestaan. De *Levant Company* is zelfs in 1592 van een *joint stock company* omgezet in een *regulated company*. Ook de *Russia Company* is na verloop van tijd weer meer trekken gaan vertonen van de *regulated company*. In 1586 werd besloten om het gezamenlijke kapitaal te verdelen in aparte *joint stocks* die werden aangegaan voor drie jaar, waarna het vermogen werd vereffend en de leden konden intekenen voor een nieuwe *joint stock*. Nog later, rond 1622 werden deze rekeningen vervangen door individuele rekeningen van de leden, waardoor de *Russia Company* in wezen weer een *regulated company* was geworden (Harris 2000, 44–45).

201. Gialdroni 2011, 197 e.v.; 206 e.v.

uitrustingen e.d.²⁰² Bovendien eiste de handel op ver gelegen landen een groter kapitaalsbeslag als gevolg van de lange duur van de reis. Daar komt bij dat de risico's groot waren, terwijl verzekeringsmaatschappijen pas in de loop van de 17^e eeuw zouden ontstaan. Hierdoor waren *regulated companies* minder geschikt voor de lange afstandshandel. Alternatieven waren niet voldoende voorhanden: een kredietmarkt kwam in Engeland pas tegen het einde van de 17^e eeuw tot ontwikkeling. De *commenda* werd bovendien in Engeland niet erkend.²⁰³ Onder deze omstandigheden bood de *joint stock company* de beste mogelijkheden om de grote risico's onder de verschillende leden/aandeelhouders te verdelen.

In de organisatie van de *joint stock company* zou nog veel herinneren aan haar herkomst uit de oude gilden. Evenals de meeste andere *joint stock companies* zou de *East India Company* worden gekenmerkt door haar democratische, corporatieve ledenorganisatie en aandeelhoudersinvloed, maar zij stond ook bekend om haar grote feesten die herinnerden aan de feesten die van oudsher binnen gilden werden gevierd (over de EIC uitvoerig: § 2.3.1).

40 Beperkte aansprakelijkheid. Uit de hoedanigheid van *corporation* volgt op het eerste gezicht dat aandeelhouders van een *joint stock company* niet door derden konden worden aangesproken voor schulden van de vennootschap. Inderdaad werd deze conclusie aan het einde van de 18^e eeuw met zo veel woorden getrokken door Blackstone en Kyd, waarbij Blackstone expliciet naar D.3,4,7,1 verwijst.²⁰⁴ In dezelfde periode schrijft Smith: '*In a private copartnery, each partner is bound for the debts contracted by the company to the whole extent of his fortune. In a joint stock company, on the contrary, each partner is bound only to the extent of his share.*'²⁰⁵ Ook voordien lijkt uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders de regel te zijn geweest: al in 1440 en 1442 werd uitgemaakt dat een vordering op de *corporation* slechts kon worden verhaald op het vermogen van de *corporation* en niet op dat van de leden.²⁰⁶ Toch was het in de 17^e eeuw niet zeker of deze regel onverkort van toepassing was op de *joint stock company*.²⁰⁷ In 1662 werd het nodig geacht bij wet te bepalen dat aandeelhouders van de EIC en een tweetal andere vennootschappen niet op grond van het faillissementsrecht konden worden aangesproken voor schulden van de vennootschap, indien zij

202. Harris 2004b, 9 e.v. Vgl. Smith III (1784), 116 e.v. (book V, chapter I, part III, article 1).

203. Scott I (1912), p. 11; Harris 2004b, 21.

204. Blackstone 1827 (1765), 392 e.v.; Kyd II (1794), 516.

205. Smith III (1784), 123 (book V, chapter I, part III, article 1).

206. Holdsworth III (1923), 484 (onder verwijzing naar Y.B. 19 Hy. VI. Pasch. pl. I (p. 64) *per* Markham en Y.B. 20. Hy. VI. Mich. pl. 19 *per* Fortescue). Voorts Mehr 2008, 276.

207. Holdsworth VIII (1925), 203 e.v.; Harris 2000, 127 e.v.; Gialdroni 2011, 215 e.v. Volgens Robins 2006, 24 waren aandeelhouders van de EIC overigens niet extern aansprakelijk. Zie over de 18^e en begin 19^e eeuw: Freeman, Pearson & Taylor 2012, 180 e.v.

hadden voldaan aan hun volstortingsverplichting. Aanleiding was een uitspraak waarin juist wel persoonlijke aansprakelijkheid van een EIC-aandeelhouder was aangenomen.²⁰⁸ Aan het einde van de 17^e eeuw lijkt uitgesloten externe aansprakelijkheid inderdaad de regel, getuige het feit dat het oprichtings-*charter* van de *Bank of England* (1694) enkele specifieke gevallen noemde waarin aandeelhouders juist *wel* jegens derden aansprakelijk waren.²⁰⁹

Voor wat betreft de *interne* aansprakelijkheid lag de situatie in 17^e eeuw anders. Behoudens andersluidende bepaling in het *Royal Charter* kon de vennootschap haar aandeelhouders tot bijstorting aanspreken.²¹⁰ Dit stelsel had tot gevolg dat derden langs een omweg alsnog hun vordering jegens de vennootschap op de leden konden verhalen: wanneer de vennootschap een vordering niet uit haar eigen vermogen kon voldoen, dwong zij de leden tot kapitaalsverhoging. Om deze reden werd in verschillende *charters* expliciet opgenomen dat aandeelhouders niet konden worden gedwongen tot bijstorting.²¹¹ Interne beperkte en externe uitgesloten aansprakelijkheid werd daarmee geleidelijk regel.²¹²

De situatie werd onoverzichtelijker door het ontstaan aan het einde van de 17^e eeuw van zogenaamde *unincorporated companies*, vennootschappen met een diffuse juridische status. *Unincorporated companies* waren veelal ingericht naar het model van de *joint stock company*, inclusief overdraagbare aandelen, maar ontbeerden ‘rechtspersoonlijkheid’ wegens het ontbreken van een *Royal Charter* of (na 1694) een *Act of Parliament*.²¹³ Nu eens waren zij georganiseerd als *partnership*, dan weer als *trust* met aandeelhouders als *beneficiaries* en bestuurders als *trustees*.²¹⁴ De uiteenlopende manier waarop *unincorporated companies* waren georganiseerd schiep veel rechtsonzekerheid, niet alleen over de aansprakelijkheid van bestuurders, maar ook van ‘aandeelhouders’.²¹⁵ Deze onzekerheid werd in veel gevallen voor lief genomen, gelet op de kosten die waren verbonden aan een *Royal Charter* of *Act of Parliament*. *Unincorporated companies* genoten daarom toch een grote populariteit en namen *de facto* als eenheid aan het rechtsverkeer deel. Vaak bevatten de statuten of documenten met vergelijkbare status een clause waarin de

208. Scott I (1912), 270; Harris 2000, 128 e.v.

209. Holdsworth VIII (1925), 203.

210. Holdsworth VIII (1925), 204.

211. Holdsworth VIII (1925), 204.

212. Over de 18^e en 19^e eeuw uitvoerig Freeman, Pearson & Taylor 2012, 180 e.v., en, met betrekking tot *unincorporated companies*: Freeman, Pearson & Taylor 2012, 53 e.v.; 189 e.v.

213. Harris 2000, 53; 139 e.v.; Carr 1905, 106 e.v.; 186 e.v. Robins 2006, 51.

214. Harris 2000, 140.

215. Freeman, Pearson & Taylor 2012, 189 e.v. Doorgaans bevatten de statuten een vrijwaringsplicht van de vennootschap teneinde de gevolgen van externe aansprakelijkheid van bestuurders te beperken.

aansprakelijkheid van ‘aandeelhouders’ werd uitgesloten of beperkt. Dergelijke clauses ontbeerden evenwel externe werking, zodat deze telkens met derden moesten worden overeengekomen.²¹⁶

Ondanks de *Bubble Act* (1720), die *unincorporated companies* aan banden trachtte te leggen, steeg hun aantal in de loop van de 18^e eeuw.²¹⁷ Met het intrekken van de *Bubble Act* (1825) en het toegenomen aantal oprichtingen als gevolg van de industriële revolutie steeg het aantal *unincorporated companies* sterk, en daarmee de rechtsonzekerheid over de aansprakelijkheid van aandeelhouders.²¹⁸ Navenant groeide de behoefte aan beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders tegen acceptabele kosten. Hierin werd uiteindelijk voorzien met de *Limited Liability Act* (1855) en de *Joint Stock Company Act* (1856).²¹⁹ Oprichting van een *joint stock company*, inclusief uitgesloten aansprakelijkheid van aandeelhouders kon voortaan zonder *Royal Charter* of *Act of Parliament* geschieden.

1.2.4 De universitas in de Nederlanden

41 Algemene karakteristiek. Evenals elders in Europa kende de *universitas* in de Nederlanden uiteenlopende verschijningsvormen.²²⁰ In zijn *Inleidinge* gaat De Groot terloops in op de *universitas* en onderscheidt daartoe tussen twee soorten. Ten eerste de *gantsche burgerlicke gemeenschap*, waarmee hij in dit geval doelt op Holland en West-Friesland, een *universitas* met min of meer volledige jurisdictie.²²¹ Tot de tweede categorie rekende hij *steden, waerden (dat is landen onder eene dijckagie), bannen*,²²² *ambachten, gildens*,²²³ *gheslachten*,²²⁴ *universitates* met een meer beperkte jurisdictie. Voet maakte dit onderscheid niet en noemde bij wijze van voorbeeld toegelaten

216. Regelmatig bevatten de ‘statuten’ ook een verplichting aan bestuurders om zulks in contracten met derden vast te leggen (Freeman, Pearson & Taylor 2012, 192 e.v.).

217. Freeman, Pearson & Taylor 2012, 14 e.v.; 53 e.v.

218. Over rechtsonzekerheid ná de intrekking van de *Bubble Act*: Freeman, Pearson & Taylor 2012, 194 e.v.

219. Desalniettemin bleken in de praktijk nog vragen te rijzen over rechtspersoonlijkheid en de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders, uiteindelijk leidend tot de uitspraak *Salomon v Salomon & Co Ltd.* (1897 AC 22, HL) waarin de *House of Lords* bevestigde dat Salomon, aandeelhouder van het gefailleerde Salomon & Co Ltd., zekerheidsrechten kon uitoefenen die Salomon & Co Ltd. te zijnen behoeve had gevestigd. Zie ook Carr 1905, 7 e.v.

220. Zie bijv. De Groot, *Inleidinge* II.1.16.; II.1.24 e.v.; Voet *Commentarius I* (1737), D.3,4; Voet, *Commentarius II* (1769), D. 47.22; Matthaeus, *De Criminibus* (1672), Lib. XLVII tit. XV (*de collegiis et corporibus*); Portielje 1834. In De Groot, *De iure belli ac pacis*, 2,5,17 e.v. wordt de *universitas* vanuit een meer natuurrechtelijke invalshoek behandeld.

221. De Groot, *Inleidinge* II.1.24.

222. Van Dale GWNT (2008): rechtsgebied, landstreek waarover de juridische bevoegdheid van een ambtenaar zich uitstrekte (vgl. bij de waterstaat bandijk en banrecht).

223. Vgl. over het karakter van gilden ten tijde van de Republiek Prak & Van Zanden 2013, 145 e.v.

224. De Groot, *Inleidinge* II.1.31.

verenigingen, steden, dorpen, provincies, weeshuizen en universiteiten.²²⁵ In grote lijnen volgt Voet in zijn pandecten-commentaar de leer die sinds de Middeleeuwen gemeengoed was geworden.²²⁶ Overigens blijkt hieruit dat recente opmerkingen als zou het verenigingsrecht dateren uit de 19^e eeuw nuancering behoeven:²²⁷ het verenigingsrecht is al eeuwen vóór de Republiek ontstaan en onder andere in de Middeleeuwse gilden geëvolueerd op basis van het juridisch kader van de *universitas*.²²⁸

Een Nederlandse bijzonderheid hing samen met het feit dat de staatkundige verhoudingen in de eerste decennia van de Republiek verre van uitgekristalliseerd waren. Als gevolg hiervan was het niet altijd duidelijk bij wie de uiteindelijke soevereiniteit berustte en in welke mate bepaalde colleges bevoegd waren om jurisdictiebevoegdheden aan ‘lagere’ *universitates* over te dragen. Bij het Plakkaat van Verlatinge (1581) verklaarden de Staten-Generaal de soevereiniteit van de Spaanse koning niet langer te erkennen. Daarmee was echter nog niet beantwoord de vraag bij wie de soevereiniteit uiteindelijk wél berustte en wat onder dit begrip moest worden verstaan.²²⁹

In 1587 betoogde Vranck dat de soevereiniteit in Holland en West-Friesland van oudsher bij de Staten had berust.²³⁰ De Staten, samengesteld uit de edelen en vertegenwoordigers van de steden, vertegenwoordigden volgens hem *den gantschen Staet ende 't gehele Lichaem vande Lantsaten*. Volgens Vranck hadden de graven van Holland, en later de landsheer, hun gezag ontleend aan de Staten. Na het afzweren van de landsheer bij het Plakkaat van Verlatinge was de soevereiniteit weer teruggevallen bij de Staten, zo betoogde hij. Deze opvatting

225. Voet *Commentarius I* (1737), D 1,8, aant. 28. D.2,1, aant. 17 en D.3,4, aant. 1. Voet, *Commentarius I* (1737), D.3,4, aant. 2 onderscheidt wel tussen toegelaten en getolereerde *universitates*. De tweede categorie, waartoe hij onder andere de doopsgezinden en Joodse geloofsgemeenschap rekende, hadden volgens hem geen vermogen en konden niet in rechte optreden.

226. Zie i.h.b. Voet *Commentarius I*, (1737), D.3,4. Vgl. Van Bijkershoek, *Quaestionum jur. publ.* (1737), 2.XIII met meer casuïstiek en nuances over de aansprakelijkheid van leden voor schulden van de *universitas*.

227. Asser/Rensen 2-III* (2012), nr. 1.

228. Vgl. Prak & Van Zanden 2013, 150 e.v.

229. Aanvankelijk werd getracht een andere landsheer te vinden, maar onderhandelingen met bijvoorbeeld de hertog van Anjou liepen juist stuk op de vraag of de nieuwe landsheer absolute soevereiniteit zou genieten, dan wel of hij gebonden zou zijn aan de plaatselijke wetten, gewoonten en privileges (Monte ver Loren & Spruit 2000, 251 e.v.; Prak & Van Zanden 2013, 121 e.v.).

230. Knuttel 1978, nr. 973.

werd spoedig overgenomen door de Staten van Holland en is nadien in den de Republiek de heersende geworden.²³¹

Het gegeven dat de Republiek een verbond van soevereine provinciën was, laat onverlet dat deze zich nog vóór het afzweren van Philips II hadden verenigd in hun strijd tegen de Spaanse koning. Bij de Unie van Utrecht (1579) kwamen de provinciën overeen om in bepaalde zaken gemeenschap-pelijk op te trekken. Daartoe kende de Republiek verscheidene ‘generaliteits-organen’, organen die namens de statenbond optraden. Het belangrijkste generaliteitsorgaan was de Staten-Generaal, samengesteld uit vertegenwoordigers van de zeven provinciën. Tot de bevoegdheden van de Staten-Generaal behoorden onder andere het bestuur over generaliteitslanden,²³² over buitenlandse belangen, het sluiten van tractaten met buitenlandse mogendheden, de verdediging van de Republiek, het verklaren van oorlog en het sluiten van vrede. Binnen hun jurisdictie waren de Staten-Generaal bevoegd om bevoegdheden toe te kennen aan andere *universitates* en konden zij op deze organen toezicht uitoefenen.²³³ *Mutatis mutandis* gold hetzelfde voor *universitates* die in het leven werden geroepen door bijvoorbeeld de Staten van Holland of door een stad.

42 Admiraliteit. Onlangs hebben Gelderblom, De Jong en Jonker de aandacht gevestigd op de overeenkomsten in functie en organisatie tussen de grote handelscompagnieën en de admiraliteit.²³⁴ De admiraliteit was verantwoordelijk voor de defensie ter zee en de oorlogsvloot. Juridische grondslag

231. Monte ver Loren & Spruit 2000, 252. In 1617 zou De Groot voortbouwen op Vranck in zijn *Advys, Nopende 't Recht, de Steden competerende in cas van Judicature* (1617) waarin De Groot uitvoerig ingaat op de ingewikkelde jurisdictieverdeling tussen de verschillende publieke autoriteiten in Holland en Zeeland, zowel wat betreft hun rechterlijke als regelgevende en ordehandhavende bevoegdheid. De gecompliceerde verhoudingen ten spijt, uit dit *Advys* blijkt dat de jurisdictieverdeling was gebaseerd op het systeem dat in de Middeleeuwen door commentatoren en decretalisten als Bartolus, resp. Innocentius was ontworpen. Het *Advys* moet worden geplaatst tegen de achtergrond van de Arminiaanse twisten die op dat moment hun hoogtepunt naderden. De Groot was als voorvechter van religieuze tolerantie en als pensionaris van de Arminiaanse stad Rotterdam in politieke zin verbonden met de Arminianen, al heeft hij in theologische zin nooit partij gekozen.

232. Dit waren gebiedsdelen die niet in de Staten-Generaal vertegenwoordigd waren en die direct onder het bestuur van de Staten-Generaal vielen, waaronder Staats-Brabant, Staats-Vlaanderen, delen van Groningen en Staats-Overmaas.

233. Naast de Staten-Generaal was de stadhouder, voorheen de plaatsvervanger van de landsheer, belast met belangrijke taken in de Republiek. Zo had de stadhouder als opperbevelhebber de leiding over de landstrijdkrachten en de marine, destijds admiraliteit geheten. De stadhouder had de zorg voor de handhaving van de openbare orde en de gereformeerde religie. (Monte ver Loren & Spruit 2000, 271)

234. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011.

voor de admiraliteit ten tijde van de Republiek was een *Instructie*, in 1597 gegeven door de Staten-Generaal.²³⁵ Blijkens de *Instructie* was de verdediging ter zee opgedragen aan vijf admiraliteiten-colleges, gevestigd te Rotterdam, Amsterdam, het Noorderkwartier (Hoorn en Enkhuizen), Middelburg en Dokkum (art. 1 en 2). Aan de admiraliteit was onder meer de jurisdictie toegekend over de rechtmatigheid en verdeling van alle oorlogsbuiten en prijzen. Voorts had de admiraliteit de jurisdictie over de beslechting van geschillen tussen oorlogschepen. De admiraliteitscolleges mochten beslissen over beschuldigingen van zeeroverij, en kregen het recht binnen hun jurisdictie nadere regels op te stellen (art. 3, 4 en 22). De admiraliteit was verantwoording aan de Staten-Generaal verschuldigd (art. 27).

Het voert te ver de 100 artikelen van de *Instructie* in detail te bespreken. Hier is van belang dat de admiraliteit een gedecentraliseerd generaliteitsorgaan was, dat werd aangevoerd door de stadhouder en onder toezicht stond van de Staten-Generaal. De admiraliteit had uiteenlopende jurisdictionele bevoegdheden met betrekking tot de oorlogsvaart. Bij de behandeling van de VOC en WIC zullen de overeenkomsten aanstonds in het oog springen.

43 Polderbesturen. In de *Inleidinge* rekent De Groot de *waerden*, de verschillende polderbesturen in vooral Holland en Zeeland tot de *universitates*. Ook deze vertonen enkele raakvlakken met de grote handelscompagnieën van de 17^e eeuw. Hier zijn vooral de inpolderingen uit de tweede helft van de 16^e, eerste helft 17^e eeuw relevant, omdat in die periode de actiëncompagnie ontstond. In deze periode van grote economische en bevolkingsgroei vonden maar liefst vijftig inpolderingen plaats, waaronder na 1595 grote polders als de Wieringerwaard, Beemster, Purmer, Wijde Wormer, Heerhugowaard en de Schermer.²³⁶ Deze grote projecten waren privaat gefinancierd, voor een niet onaanzienlijk deel door kooplieden die nauw bij de VOC of WIC betrokken waren.²³⁷ Niet alleen de financiering was privaat, ook het initiatief kwam van private partijen die zich in de aanloop naar een octrooiverlening vaak in een compagnieschap hadden verbonden.²³⁸

Krachtens octrooi van de Staten werd een polderbestuur opgericht dat in juridische zin als *universitas* valt te kwalificeren. Hoogste orgaan vormde een college van hoofdingelanden, bestaande uit de leden van de inmiddels

235. Opgenomen in *Recueil van alle de Placaten, Ordonnantien, Resolutien, Instructien, Lysten en Waarschouwingen, betreffende de Admiraliteyten, Convoyen, Licenten en verdere Zee-Saken I*, Den Haag: J. Scheltus 1730, 1 e.v.

236. Van Zwet 2009, 15–16. Polderbesturen kennen overigens al een lange traditie die voorafgaat aan deze inpolderingen. Zie Prak & Van Zanden 2013, 38 e.v.

237. Van Zwet 2009, 419 e.v.

238. Van Zwet 2009, 53.

opgeheven compagnieschap.²³⁹ Dit college hield zich bezig met beleidskwesties en werd samengesteld door middel van coöptatie. Het dagelijks bestuur werd gevormd door de dijkgraaf en heemraden. Deze bestuurscolleges, alle samengesteld uit personen die door hun grondbezit bij de polder waren betrokken, moesten zich in sommige polders richten naar de adviezen van een door de Staten ingestelde commissie. De heemraden werden rechtstreeks benoemd door het college van hoofdingelanden. De dijkgraaf werd benoemd door de rekenkamer of door de Staten, vaak op voordracht van het college van hoofdingelanden. Aan de dijkgraaf waren bepaalde jurisdictionele bevoegdheden overgedragen: hij was verantwoordelijk voor het dijkbeheer, de bemaling en de infrastructuur. Daarnaast kreeg de dijkgraaf de zeggenschap over het burgerlijk en kerkbestuur in de polders. De dijkgraaf had het recht van keur – dat wil zeggen een regelgevende bevoegdheid –, moest omslagen innen en kon boetes innen.²⁴⁰ De dijkgraaf had voorts doorgaans een beperkte (en per polder verschillende) rechtsprekende bevoegdheid.²⁴¹

Voor de privaat gefinancierde polders bestond in het algemeen grote belangstelling onder beleggers.²⁴² Na voltooiing van de inpoldering werden eerst stukken land toegewezen aan de leden van de (inmiddels ontbonden) compagnieschap die zich voor een groot deel van de kosten garant hadden gesteld. Overige grondpercelen werden vervolgens toegewezen aan de private financiers, participanten genaamd. Deze hoopten met de pacht- of verkoopopbrengsten een aantrekkelijk rendement te behalen – overigens met sterk wisselende resultaten.²⁴³

Voor deze studie zijn verschillende elementen van belang. In de Nederlanden ging openbaar bestuur hand in hand met koopmanschap: regenten verloren hun eigen financiële belangen zelden uit het oog, terwijl kooplieden

239. Onderstaande schets van de interne verhoudingen binnen de polderbesturen is geheel ontleend aan Van Zwet 2009, 55–58, tenzij anders aangegeven.

240. Van Zwet 2009, 83.

241. Vgl. de volgende transcriptie van het octrooi van 1607, verleend door de Staten van Holland (getekend door Van Oldenbarnevelt) voor de Beemster: *‘Hebben den Supplianten mede geaccordeerd en geoctrooijeerd bij dezen, drie personen te mogen nomineren tot Dijkgraaf, om door Ons of die van Onze kamer van de Rekening daaruit één verkozen te worden. En dat zij Supplianten verder zullen mogen stellen Heemraden, Penningmeester en andere Officieren de dijkagie concernerende, gevende ook hun volkomen autoriteit om keuren en ordonnantiën ter bevordering en onderhoud van de dijkage dienende, te maken. En hetgeen met consent van de Hoofd-Ingelanden of meerder stemmen van dien tot making en onderhouding van de dijkagie en appendentie van dien omslagen wordt. Dat hetzelfde zal hebben parate executie en ingewonnen moge worden naar dijsregt met dubbel gewin. Dat mede gelijke parate executie zal hebben, en naar dijsregt geïnd zal worden alle boeten van den Dijkgraaf aldaar, mitsgaders alle vonnissen van de werken of eenige derzelve, of van eenig gevolg of aankleve van dien, te wijzen door de Heemraden.’* (Bouman 1857, 43).

242. Van Zwet 2009, 76 e.v.

243. Van Zwet 2009, 310 e.v.

zich bij grote private initiatieven als de polderprojecten van steun van regenten verzekerden, bijvoorbeeld door hen te laten participeren in de compagnieschappen.²⁴⁴ De publiek-private inslag kwam samen in de figuur van de dijkgraaf. Deze werd benoemd door de Staten of de rekenkamer, maar vaak op voordracht van het (door private financiers samengestelde) college van hoofdingelanden. De dijkgraaf genoot veel autonomie in de praktische vervulling van zijn taak; hij was belast met verschillende publieke taken en genoot navenante bevoegdheden. Anderzijds werd zijn beleidsvrijheid dikwijls ingeperkt door het college van hoofdingelanden en door adviezen van door de Staten ingestelde commissies waaraan hij zich niet kon onttrekken. Daarmee laten de polderprojecten zien dat de publiekrechtelijke oorsprong van deze *universitates* niet in de weg behoefde te staan aan privaat initiatief en winst-oogmerk van investeerders.

Een tweede element is de paradox van pluriformiteit en oligarchie die zo typerend is voor de Republiek. Enerzijds waren de polderbesturen pluriform, in de zin dat zij niet onder controle stonden van een vorst of kerkelijk heerser. De leiding was in handen van hen die een (aanzienlijk) financieel belang hadden – voornamelijk kooplieden en de plaatselijke elite. In zoverre kan men spreken van pluriformiteit. Anderzijds worden de polderbesturen ook gekenmerkt door oligarchie: de macht was niet in handen van alle belanghebbende grondeigenaren en/of pachter, maar van een college dat door middel van coöptatie werd samengesteld.

Hoewel de organen van de polderbesturen aanmerkelijk verschilden van die van de VOC, zijn er enkele parallellen aan te wijzen: een grote groep financieel belanghebbenden had in het geheel geen zeggenschap; de zeggenschap was geconcentreerd bij een groep met een aanzienlijk financieel belang (hoofdingelanden bij de polderbesturen; bewindhebbers bij de VOC), terwijl bovendien bepaalde functionarissen op voordracht door het publieke gezag werden benoemd (dijkgraaf bij de polderbesturen; bewindhebbers bij de VOC). Verder kenden zowel VOC als de polderbesturen een zekere hiërarchische bestuursstructuur (dijkgraaf en heemraden bij polderbesturen; Heren XVII bij de VOC). Aan zowel de polder-entiteiten als aan de VOC waren bepaalde jurisdictionele bevoegdheden overgedragen.

44 Plockhoys Kort en claer ontwerp. De laatste hier te behandelen *universitas* is van geheel andere aard. Daargelaten dat het curieuze utopische project van Pieter Cornelisz. Plockhoy een aardige schets geeft van de vroege Nederlandse Verlichting toont het aan dat de *universitas* voor de meest uiteenlopende organisaties werd gebruikt. Plockhoy bewoog zich halverwege de 17^e eeuw in de intellectuele Amsterdamse kringen, onder andere als lid van het dichtersgenootschap *Parnassus aan 't Y. Van doopsgezinden huize* was hij

244. Van Zwet 2009, 54.

regelmatig te vinden bij samenkomsten van de collegianten, een vrijzinnige oecumenische stroming die was opgekomen na de Dordtse Synode (1618–1619) en die vooral populair was onder doopsgezinden en remonstranten. Hun samenkomsten (colleges) stonden open voor christenen van alle gezindten.

Plockhoys ideaal (utopie) was een oecumenische leefgemeenschap waarin ieder zijn religie vrij zou kunnen belijden. Alle bewoners, ongeacht stand of geslacht, zouden gelijk worden behandeld: *den naem van Knecht of Dienstvaeght heeft onder ons geen plaetse*. Alle leden, man en vrouw, zouden zes uur per dag werken en zouden gelijkelijk gerechtigd zijn tot de winsten. De verschillen tussen arm en rijk wilde hij in zijn ideale samenleving uitbannen. Weduwen en weeskinderen zouden op kosten van de gemeenschap worden verzorgd.

Aanvankelijk trachtte Plockhoy zijn ideeën in Engeland te verwezenlijken. In Engeland was op dat moment Cromwell aan de macht die relatief veel ruimte liet aan verschillende religies (behalve aan katholieken). Na de dood van Cromwell in 1658 bleek zijn project in Engeland niet haalbaar. Rond 1660 keerde Plockhoy onverrichterzake terug naar Amsterdam.

Op dat moment waren het Amsterdamse stadsbestuur en de WIC op zoek naar kolonisten die zich in Noord-Amerika wilden vestigen. De Amsterdamse magistraten hoopten dat een kritische massa in Nieuw-Nederland de handel met het continent kon versterken. Plockhoy van zijn kant was zijn ideeën trouw gebleven en publiceerde in 1662 samen met Franciscus van den Enden, leermeester van Spinoza, een *Kort en klaer ontwerp*.²⁴⁵ Daarin stelde hij voor een *onderlinge Compagnie ofte Volck-planting* in Delaware op te richten. Hij was vooral op zoek naar *Lant-bouwers, Zee-varende Personen, alderhande noodige Ambachts-luyden en Meesters van goede Consten en Weten-schap-pen*.²⁴⁶ Bewoners mochten privé-eigendom behouden, maar de geproduceerde goederen zouden in eigendom toebehoren aan en worden verhandeld door de *Societeyt*.

Uit het *Kort en klaer ontwerp* blijkt dat de magistraten van Amsterdam niet alleen hun goedkeuring aan de *societeyt* gaven – gebruikelijk voor de *universitas* – maar ook dat zij deze het recht toekenden nadere regels vast te stellen, onder de bepaling dat de jurisdictie voor wat betreft de interpretatie van de statuten zou blijven voorbehouden aan de burgemeesters van de stad. Verder werd de onderneming financieel en met belastingvrijstellingen door de stad gesteund. De statuten van de *societeyt* zijn volledig gemodelleerd naar de Engelse *joint stock company* die, anders dan haar Nederlandse evenknie, democratisch was georganiseerd en een sterke corporatieve ledenorganisatie kende. De invloed van de *joint stock company* komt het duidelijkst naar voren

245. Opgenomen in Knuttel 1978, nr. 8668.

246. Verder bestond behoefte aan *Mole-makers, Vell-blooters, Sadel-makers, Coper-slaggers, Tinne-gieters, Steen backers, Chirurgijns en Spelde-makers*.

in de zeggenschap van de leden bij de jaarlijkse benoeming van een bestuurder, *opdat nyemand yet opgeleyt en worde tegens sijn sin ofte genegentheyd*.²⁴⁷ Naast de bestuurder zouden twee boekhouders worden aangesteld die belast waren met de administratie. Ieder van de drie functionarissen zou één sleutel van de drie sloten van de kas dragen, opdat zij deze slechts gezamenlijk konden beheren. Na jaarlijkse rekening en verantwoording zou de Opsiender diens sleutel aan zijn opvolger geven. Plockhoys tolerante opvattingen komen tot uitdrukking in godsdienstvrijheid en scheiding tussen kerk en staat.²⁴⁸ De kolonie zou uitsluitend openbaar onderwijs geven, terwijl het iedereen vrij stond op eigen kosten religieus onderwijs te geven.²⁴⁹

Het *Ontwerp* rept niet van overdraagbaarheid van een aandeel, hetgeen niet verbaast gezien de bijzondere aard van de *societeyt*. In een exit-mogelijkheid was voorzien doordat de *societeyt* de kosten van de overtocht zou betalen voor hen die wilden terugkeren. Privégoederen zouden de ex-kolonisten kunnen meenemen, maar zij zouden voor het overige afstand moeten doen van hun aandeel in de *societeyt*, opdat deze daarmee een lening van het Amsterdamse stadsbestuur zou kunnen aflossen.

Plockhoy slaagde erin 41 kolonisten te interesseren voor het *Seegen-rijck gewest, daer Melck en Hongh vloeyd*. Een jaar nadat zij zich in Delaware hadden gevestigd werd het gebied echter overgenomen door de Engelsen. Geen melk en honing, maar bloed was het dat er vloeide: de kolonie werd verwoest *even to a nail*. Of Plockhoy de plundering heeft overleefd is onbekend.²⁵⁰

Plockhoys project is voor deze studie om drie redenen meer dan alleen een curiositeit. In de eerste plaats is de rechtstreekse invloed van de *joint stock company* in de Nederlanden nergens anders zo direct aanwijsbaar als in het *Ontwerp*. De democratische inrichting was vreemd aan het Nederlandse

247. 'Om alles in goede ordere te houden/ sal men alle jare uyt de gene welcke 30 Jaren en daer boven out sijn/ een man tot Op-siender over de geheele Societeyt/ door de meeste stemmen (de namen in toegerolde briefjes geschreven) verkiesen/ die man een Jaar geregeert hebbende/ sal van dat Officie af/ en weder tot den gemeenen arbeyt gaen/ sonder van yemant in de verkiesinge genomineert te worden/ ten sy hy al voren een jaer van dat Officie af geweest heeft (...). Al-hoe-wel dit Officie in sich selfs niet swaer sal vallen/ aengesien de Regeerders ofte Op-sienders geen Regulen ofte wetten hebben te maken; maer alleen acht te nemen of den Regel van 't geheele Volck gemaect ofte voorgoet gekeurt/ van een yder werd geobserveert.'

248. Iedereen genoot 'vrijheyd van Conscientie', want religie was 'een sake die de Societeyt in 't gemeen niet aen en gaet.'

249. Op school 'sal der geen Fondament van Secterije of partijschap in hare herten geleyt worden. Wat yemand sijn kinderen in eenige particuliere Scholen ofte van particuliere Personen op sijn eygen kosten wil laten leeren/ daer in is en blijft elck persoon volgens de vrijheyd van sijn Conscientie onbepaelt/ te meer om dat sulx de Societeyt in 't alderminste niet en raect.'

250. Wel is bekend dat in 1694 een berooide blinde oude man, luisterend naar de naam Plockhoy, onderdak heeft gevonden in een Mennonitische nederzetting in Pennsylvania. Vermoedelijk ging het hier echter om zijn zoon.

oligarchische model. Deze invloed is het gevolg van het feit dat het *Ontwerp* voortbouwt op Plockhoys pogingen om een vergelijkbare nederzetting in Engeland op te zetten.

In de tweede plaats is het *Ontwerp* een vennootschap en tegelijk een blauwdruk voor een democratie. Het *Ontwerp* werpt daarmee een aardig licht op de nog steeds gehanteerde analogie tussen de NV en de democratie. Voorstanders van grote aandeelhoudersinvloed proberen vandaag de dag hun argumenten soms retorische kracht bij te zetten door het begrip ‘aandeelhoudersdemocratie’ ten tonele te voeren. Betoogd wordt bijvoorbeeld dat bestuursbesluiten ter goedkeuring aan de aandeelhouders moeten worden voorgelegd, evenals wetten door middel van een referendum worden goedgekeurd door de kiezers. Ook de actieve variant van een directe democratie – het volksinitiatief – kent zijn vennootschapsrechtelijke pendant in het instructierecht. Voor wat betreft een indirecte democratie is de analogie al ingewikkelder: kiezers kiezen immers dan een parlement dat toezicht houdt op de regering, terwijl in een kapitaalvennootschap het bestuur rechtstreeks door de aandeelhouders wordt gekozen. Ook in andere opzichten gaat de vergelijking mank of is zelfs misleidend.²⁵¹ Toch laat Plockhoys initiatief zien dat de vergelijking tussen NV en democratie vanuit historisch perspectief niet geheel zonder grond is: zowel de *joint stock company* als verschillende Europese staatsvormen zijn immers voortgekomen uit de *universitas*.

45 *Societas en universitas: e pluribus unum?* In de derde plaats is Plockhoys *Ontwerp* interessant, omdat het laat zien hoe instituut en contract hand in hand kunnen gaan. Overeenkomstig de regels van de *universitas* bekrachtigden de magistraten van Amsterdam de oprichting van een *Societeyt*. De regels van de *Societeyt* schiepen niet alleen een blauwdruk voor de ‘staatsinrichting’ van de kolonie, maar vormden in essentie ook een sociaal contract tussen de kolonisten.

Bijna dertig jaar later zouden sociaal contract en instituut elkaar, zij het op abstracter niveau, opnieuw ontmoeten, en wel bij John Locke. In zijn *Two Treatises of Government* (1689) zette hij de grondslag voor het sociaal contract filosofisch uiteen en modelleerde vervolgens de op dit contract gestoelde staatsinrichting geheel op democratisch ingestelde *corporations* zoals de *joint stock company*.²⁵² Bijna een eeuw later zou Rousseau een vergelijkbare constructie hanteren in zijn *Contrat social*.²⁵³ Interessant is hoe in de politieke

251. Zo kunnen niet alle aandeelhouders één stem uitbrengen, maar is de zeggenschap afhankelijk van het financieel belang in de vennootschap. Het is daarom juister te spreken van een aandeelhouders*plutocratie*. Voor andere mankementen van de analogie: Rodrigues 2006. Vgl. ook Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 4. Toch blijft de analogie aantrekkingskracht behouden; zie bijv. Van der Krans 2009, 137 e.v.

252. Locke 1689 (1698), 2.viii (nr. 95–98); 2.xix (nr. 211); Vgl. Black 2003, 149 e.v.

253. Rousseau 1762, 32 (I.6). Vgl. ook Gierke 1913, 329.

filosofie van Locke en Rousseau op basis van een sociaal contract een instituut wordt gebouwd geheel langs de lijnen van een *universitas* of, zoals deze ook (door hen) werd genoemd, een *body politic*, *corps politique*.

Gelet op de verschillen tussen *societas* en *universitas* is deze versmelting opmerkelijk. De *societas* vormt het archetype van verscheidenheid, van het individu dat samenwerkt uit welbegrepen eigenbelang, de erkenning van diversiteit in het consensus-beginsel, van tegengestelde belangen door bescherming van de individuele *socius*, de samenwerking van voorbijgaande aard op basis van overeenkomst. De *universitas* daarentegen belichaamt een duurzaam instituut, van eenheid, uitoefening van centrale macht over de leden, het meerderheidsbeginsel dat de belichaming vormt van de ondergeschiktheid van het individuele belang aan het collectieve belang. Twee tegengestelde concepten die in de politieke filosofie niettemin met elkaar in verband zijn gebracht. Twee tegengestelde en niettemin verwante noties die taalkundig blijken uit *society* en *state*, *Gesellschaft* en *Staat*, *société* en *état*, *maatschappij* en *staat*. In nr. 33 is reeds gebleken dat al sinds de *societas publicanorum* raakvlakken tussen *societas* en *universitas* hebben bestaan. Ingewikkelde vragen bleven echter bestaan en vele juristen hebben zich sinds de Middeleeuwen over de gecompliceerde verhouding tussen beide rechtsfiguren het hoofd gebroken.²⁵⁴ *Societas* en *universitas*, twee tegengestelde concepten die elkaar niet verdragen? Of twee uitersten van een spectrum die elkaar vinden in een telkens ander midden, in verscheidenheid verenigd?

254. Nader: Mehr 2008, 216 e.v.

Deel II: De actiëncompagnie

Hoofdstuk 2. De handelscompagnieën uit de 17^e eeuw en hun participanten

46 Inleiding. Deel II beslaat hetzelfde tijdsvlak als het proefschrift van Van der Heijden dat, *aere perennius*, de tand des tijds zo goed heeft doorstaan: de kapitaalvennootschap tot aan de codificatie.¹ Deel II valt uiteen in twee hoofdstukken die ieder een eeuw beslaan. Dit hoofdstuk draait om de grote handelscompagnieën van de 17^e eeuw, het volgende hoofdstuk behandelt de kapitaalvennootschap in de 18^e eeuw.

Bijna vijftig jaar na de eerste Engelse *joint stock company* ontstond in de Nederlanden met de oprichting van de VOC in 1602 de actiëncompagnie, in 1623 gevolgd door de WIC. De zeggenschap van participanten van deze handelscompagnieën kunnen slechts worden geanalyseerd tegen de achtergrond van hun context. De context bestaat ten eerste uit de relatieve betekenis van zeggenschapsrechten van aandeelhouders (of het ontbreken van deze rechten) binnen het palet van andere rechten dat hun binnen de vennootschap ten dienste stond, zoals het recht op dividend of de mogelijkheid om aandelen te vervreemden. In de tweede plaats bestaat die context uit andere disciplineringsmechanismen dan aandeelhoudersrechten, zoals de regulering van tegenstrijdig belang-transacties of toezicht op het bestuur door anderen dan aandeelhouders.

In het geval van de 17^e-eeuwse handelscompagnieën bestaat die context bovendien uit de nauwe betrokkenheid van de verschillende lagen van het publiek gezag (Generaliteit, de Staten van Holland en Zeeland en de bestuurders van de handelssteden) bij de VOC. De VOC en WIC kunnen niet worden begrepen zonder de invloed uitgeoefend door het publieke gezag, en de nauwe banden tussen bewindhebbers en publiek gezag in de analyse te betrekken.

De meeste aandacht gaat in dit hoofdstuk uit naar de VOC en WIC, naar de nagenoeg afwezige zeggenschap van participanten in deze compagnieën en de conflicten die hiervan het gevolg zijn geweest (§ 2.1 en 2.2). Vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt is de periode tot 1625 het meest interessant. Daarna trad een periode van consolidatie in die zou voortduren tot 1720. Om de 17^e-eeuwse actiëncompagnie uit de Nederlanden meer reliëf te geven, sta ik in § 2.3 stil bij de Franse en Engelse compagnieën die handel dreven met Oost-Indië.

1. Van der Heijden 1908.

Buiten beschouwing blijven de Noordsche Compagnie, een concept-octrooi van een (nooit opgerichte) assurantiecompagnie² en de Middelburgse Directeurs-Compagnie *ghedestineert tot veylinghe van de zee* die zich toelagde op de kaapvaart. De Noordsche Compagnie handelde weliswaar op basis van een octrooi van de Staten-Generaal, maar valt vermoedelijk niet als actiëncompagnie te kwalificeren.³ De Middelburgse Directeurs-Compagnie kende niet alleen een soort RvC, benoemd door hoofdparticipanten, maar ook een soort hoofdparticipantenvergadering.⁴ Dit orgaan kon onder meer het salaris van directeuren vaststellen, de statuten uitleggen en wijzigen en belangrijke bestuursbesluiten goedkeuren.⁵ Deze vennootschappen verdienen alle nader onderzoek, maar kunnen binnen het bestek van deze studie, die zich voor wat betreft de 17^e eeuw concentreert op de grote handelscompagnieën, niet verder aan de orde komen.

2.1 De VOC

2.1.1 *Het Octrooi 1602*

47 Oprichting. Al voordat de Compagnie van Verre een tweede onderneming had uitgezonden zagen de Staten-Generaal in 1598 de noodzaak tot samenwerking tussen de verschillende nieuw opgerichte voorcompagnieën. De investeringen en risico's die gepaard gingen met een reis op de Oost bleken aanzienlijk, terwijl vijandelijkheden met Portugezen en Spanjaarden allerm minst waren uitgesloten.⁶ De concurrentie tussen verschillende compagnieën leidde bovendien tot prijsstijgingen in Indië en -dalingen in de Nederlanden.⁷ Kartelvorming onder de bescherming van een monopolie bood tegen die achtergrond een aanlokkelijk perspectief voor de kooplieden van de verschillende voorcompagnieën.⁸ Om deze reden fuseerden zowel in Zeeland als in Amsterdam verschillende plaatselijke compagnieën.⁹

-
2. Als gevolg van Amsterdams verzet is deze uiteindelijk is opgericht. Het concept-octrooi is vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt interessant, omdat de uitsluiting van externe aansprakelijkheid van bewindhebbers, anders dan bij de VOC en WIC, expliciet in het octrooi is opgenomen (Knuttel 1978, nr. 3865, 14). Hierover Van der Heijden 1908, 102 e.v. en Van Brakel 1908, 36 e.v.
 3. Van Brakel 1909, 305 e.v. Over deze compagnie verder Van Brakel 1908, 28 e.v., 54 e.v. en Van der Heijden 1908, 97.
 4. Knuttel 1978, nr. 5020. Over deze vennootschap Van der Heijden 1908, 112 e.v.
 5. Art. 23 en 14.
 6. Van Brakel 1908, 17–18; Den Heijer 2005, 37.
 7. Van der Chijs 1857, 87.
 8. Van Brakel 1908, 41–42.
 9. Den Heijer 2005, 24; Van Brakel 1908, 15, Van der Heijden 1908, 67 e.v.; Van der Heijden 1914, 138–139.

De onderlinge concurrentie bleek niet alleen motief, maar ook belemmering voor een fusie: de machtsverhoudingen tussen de verschillende steden, vooral tussen Amsterdam en Middelburg, waren de voornaamste reden voor het moeizame verloop van de besprekingen in 1601. De Amsterdamse afgevaardigden wilden de grootste zeggenschap; de Zeeuwen wilden deze juist voorkomen.¹⁰ Begin 1602 werd een compromis bereikt in de vorm van een bestuurscollege, bestaande uit acht Amsterdamse afgevaardigden, vier Zeeuwse, twee afgevaardigden van de Maze (Rotterdam en Delft) en twee van het Noorderkwartier (Hoorn en Enkhuizen).¹¹ De zeventiende afgevaardigde was beurtelings uit Zeeland, Maze of het Noorderkwartier afkomstig.¹² Op die manier werd bereikt dat Amsterdam weliswaar de belangrijkste stem had in het college van de Heren XVII, maar dat het anderzijds niet zelfstandig zijn wil kon opleggen aan de andere afgevaardigden. Daarmee was een belangrijke barrière voor de fusie uit de weg geruimd.

De beperking van de concurrentie was niet het enige motief voor een smelting. Vermoedelijk heeft ook de oprichting van de EIC in 1600 en haar handelsmonopolie bijgedragen aan het rijp maken der geesten.¹³ Belangrijker nog waren de publieke doeleinden die met een fusie werden nagestreefd: voor de Staten-Generaal diende een verenigde compagnie vooral het belang van een gezamenlijke strijd tegen de Spanjaarden en Portugezen.¹⁴ De Staten-Generaal beschikten over onvoldoende middelen om de strijd tegen de Spanjaarden en Portugezen in de Oost te bekostigen. De Staten-Generaal hoopten dat een privaat gefinancierde onderneming deze taak kon overnemen opdat de Spanjaarden en Portugezen een belangrijke inkomstenbron zou worden ontnomen. Van Oldenbarnevelt, drijvende kracht achter de fusiebesprekingen, voerde als derde motief aan dat voortaan alle inwoners van de Republiek zouden kunnen inleggen en dat participanten niet langer uitsluitend werden geworven in de stad van de desbetreffende voorcompagnie.¹⁵ Zo had de verenigde compagnie van aanvang af een hybride karakter: de fusie diende tegelijk de koophandel als het nationale belang.

Hoewel het semi-publieke karakter van de VOC van oudsher is erkend, zijn de gevolgen van het hybride karakter voor de interne vennootschappelijke verhoudingen niet altijd voldoende onderkend.¹⁶ De laatste jaren worden de

10. Den Heijer 2005, 44.

11. Voor het verloop van de onderhandelingen: Den Heijer 2005, 38 e.v.; De Jonge I (1862), 131 e.v. en 262 e.v.; Van der Chijs 1857, 81 e.v.

12. Art. 2 Octrooi 1602.

13. Den Heijer 2005, 37.

14. Van Deventer 1862, 311.

15. Van Deventer 1862, 312.

16. Van der Heijden 1908; Van Brakel 1908; Asser 1983; Frentrop 2002; Punt 2010. Ook ik heb eerder het semi-publieke karakter van de VOC en haar nauwe banden tot de Staten-Generaal wel genoemd, maar niet werkelijk de consequenties van de VOC als hybride vennootschap onderzocht (De Jongh 2011a, 65, 67, 79 e.v.).

publieke en private aspecten meer dan voorheen in onderling verband beschouwd.¹⁷ In dit verband is relevant dat in januari 1602, twee maanden voor de verlening van het octrooi, de tot dan toe bereikte overeenstemming niet was neergelegd in één concept-octrooi was, maar drie.¹⁸ Deze drie concepten tonen aan dat de opstellers zich goed bewust waren van het hybride karakter van de VOC. Het eerste en het derde ontwerp waren van vennootschapsrechtelijke aard en betroffen voornamelijk de interne vennootschappelijke verhoudingen, respectievelijk overgangsbepalingen in verband met de samensmelting van de voorcompagnieën. Het tweede concept zag echter op de verhouding van de compagnie tot de Staten (-Generaal) en had een publiekrechtelijk karakter. Na complexe onderhandelingen waarbij de bewindhebbers van de verschillende voorcompagnieën, de Staten van Holland en Zeeland, alsmede Staten-Generaal betrokken waren, zijn de drie ontwerpen uiteindelijk samengevoegd en werd op 20 maart 1602 het octrooi verleend (hierna: Octrooi of Octrooi 1602).¹⁹

48 Invloed van de *universitas*. De VOC wordt door de meeste schrijvers beschouwd als eerste Nederlandse kapitaalvennootschap.²⁰ Voortgekomen uit de verschillende voorcompagnieën ligt het voor de hand om de VOC te beschouwen als loot van de *societas*, als verdere stap in een ontwikkeling die in gang was gezet met de verschillende voorcompagnieën. Dit zal ik niet betwisten, maar het geeft m.i. een onvolledig beeld. Het bijzondere karakter van VOC en WIC is naar mijn mening erin gelegen dat zij niet alleen elementen van de *societas* in zich verenigden, maar ook door de *universitas* zijn beïnvloed. Hierin verschilden zij van veel andere actiëncompagnieën die vóór de codificatie waren opgericht en die wél voornamelijk lijken te zijn voortgekomen uit de *societas*. De invloed van de *universitas* brengt overigens in het geval van de VOC niet mee dat zij werd gekenmerkt door een sterke corporatieve ledenorganisatie, zoals bij de EIC het geval was. De invloed van de *universitas* ziet voornamelijk op andere onderwerpen, zoals hierna zal blijken.

In de recente literatuur is de invloed van de *universitas* ook door Mehr gesignaleerd; zijn onderbouwing is echter min of meer gestoeld op de enkele constatering dat de VOC kan worden gezien als *universitas* van bewindhebbers.²¹ Er zijn betere gronden aan te voeren.

17. Den Heijer 2005 en Gelderblom, De Jong & Jonker 2011. Zie ook reeds Van der Chijs 1858, 141 e.v.

18. De Jonge I (1862), 271 e.v.

19. *Groot Placaet-Boek* I, kolom 530 e.v. Een transcriptie van de tekst en de Engelse vertaling ervan zijn gepubliceerd in Gepken-Jager e.a. (red) 2005, alsmede in Van der Chijs 1858, 118 e.v. Voor een uitvoeriger beschrijving van de totstandkomingsgeschiedenis, zie Den Heijer 2005, 38 e.v. en Van der Chys 1857.

20. Van Brakel 1908 verdedigt echter dat de kapitaalvennootschap in Nederland al met de voorcompagnieën is geboren.

21. Mehr 2008, 312.

Kenmerkend voor de *universitas* is dat zij is opgericht of goedgekeurd vanwege het publiek gezag. De VOC is opgericht krachtens het Octrooi 1602 dat was verleend door de Staten-Generaal.²² Weliswaar had het begrip octrooi verschillende betekenissen maar in het geval van de VOC betekende het Octrooi 1602 méér dan alleen het verlenen van een monopolie om gedurende 21 jaar te handelen *beoosten de Cape bonne Esperance, ofte deur de strate van Magellanes*.²³ Niet alleen werd de VOC krachtens het Octrooi 1602 een handelsmonopolie verleend, het door de Staten-Generaal verleende Octrooi vormt ook het oprichtingsdocument van de VOC. Het Octrooi 1602 is daarom meer dan alleen, in de woorden van Van der Heijden, een ‘publiekrechtelijke federatie-akte van verschillende, reeds gedetailleerde privaatrechtelijke actiëncompagnieën’.²⁴ De Staten-Generaal, in het bijzonder Van Oldenbarnevelt hebben in het voortraject een sturende rol gespeeld die uitgaat boven die van bemiddelaar tussen de voorcompagnieën uit de verschillende steden. Dat het Octrooi 1602 meer was dan een handelsmonopolie en een publiekrechtelijk stempel op een overeenkomst tussen bewindhebbers blijkt wel uit de gang van zaken bij de octrooiverlening van 1623. De Staten-Generaal hebben toen bepalingen opgenomen die de bewindhebbers te ver gingen en opstandige participanten niet ver genoeg. Met andere woorden, een overeenkomst lag niet aan het Octrooi van 1623 ten grondslag. Dat was anders in het geval van het Octrooi 1602, maar ook dit Octrooi valt niet uitsluitend als overeenkomst te begrijpen. Kenmerkend voor de VOC is namelijk haar hybride karakter, niet alleen opgericht als handelsvennootschap, maar ook als publiekrechtelijk lichaam, *tot voorderinge van den dienst, ende welstandt der vereenichde landen, eensamentlyck het profyt van allen den ingesetenen derselver*.²⁵ De invloed van de *universitas* kwam tot uitdrukking in verschillende jurisdictie-bevoegdheden en publieke taken die aan de VOC werden verleend. Zo was het op grond van het Octrooi 1602 een provoost (een functionaris die belast was met de handhaving van de openbare orde op het schip) toegestaan te *apprehenderen* [arresteren] *aen landt het scheepsvolck dat hen in dienste heeft begeven, ende die geapprehendeerde t scheepe te mogen brengen, het sy in wat steden, plaetsen, ofte jurisdictien van dien deselve mochten bevonden*

22. De oprichting krachtens octrooi is geen zelfstandig dragend argument voor de stelling dat de VOC mede als *universitas* is opgericht, omdat octrooien ook voor andere doeleinden werden verleend (bijvoorbeeld het toekennen van een monopolie). Octrooien konden bovendien ook aan natuurlijke personen worden verleend. Vgl. Van Brakel 1908, 44 e.v.

23. Art. 34 Octrooi 1602.

24. Van der Heijden 1919, 313. Het betoog van Van der Heijden moet m.i. worden gelezen tegen de achtergrond van een destijds woedende discussie over het al dan niet contractuele karakter van de NV. Van der Heijden verdedigde de contractuele leer en bestreed daartoe niet alleen de corporatieve vennootschapsopvatting die destijds via Duitsland naar Nederland begon over te waaien, maar ook de corporatieve wortels van de actiëncompagnie.

25. Aanhef Octrooi 1602.

wordden.²⁶ Daarmee werden aan provoosten publiekrechtelijke bevoegdheden verleend die niet louter op basis van een privaatrechtelijke overeenkomst kunnen worden verklaard.

Belangrijker publiekrechtelijke bevoegdheden zijn in art. 35 opgenomen.²⁷ Daarin is bepaald dat de VOC het mandaat had om binnen het gebied van haar handelsmonopolie *mette princen ende potentaten verbintenissen ende contracten te maken, opten naem vande Staten Generael der Vereenichde Nederlanden, ofte hoogte Overicheyt derselver*. Krachtens deze bepaling kon de VOC als volkenrechtelijk actor optreden en was het haar toegestaan namens de Staten-Generaal verdragen en handelsovereenkomsten met andere mogendheden sluiten. Deze bevoegdheden vallen weliswaar als suzereine, niet als soevereine rechten te kwalificeren (de VOC handelde niet op eigen naam maar namens de Staten-Generaal), maar dat doet er niet aan af dat zij als rechtssubject deelnam aan het internationaal publiekrechtelijke rechtsverkeer.²⁸

Aan art. 35 ontleende de VOC voorts het mandaat om ten oosten van de Kaap de Goede Hoop *eenige forteressen, ende versekertheden te bouwen* waaruit blijkt dat de Staten-Generaal met de oprichting van de VOC duidelijke politiek-militaire doeleinden nastreefden. De militaire opdracht en de nauwe samenhang met de Admiraliteit blijkt voorts het Octrooi 1602 waarin wordt bepaald dat op de vijand buitgemaakte goederen *sullen verdeelt worden naer die ordre vanden lande, te weeten het landt, ende den Admirael genietende daervan hunne gerechticheyt, Mits dat vooren affgetrocken sal worden, de schade die de Compaignie in den selven rencontre geleden sal hebben (...)*.²⁹ Deze bepaling moet worden gelezen in samenhang met art. 32 van de *Instructie* aan de Admiraliteit waarin was bepaald dat het saldo van de veroverde goederen wordt verdeeld onder het land (20%), de admiraal (10%), waarna het restant verdeeld wordt onder de reders, kapiteinen en bemanning. Het Octrooi 1602 bevat nog meer dwarsverbanden met de Admiraliteit. Zo moesten inkomende schepen rekening en verantwoording afleggen aan de plaatselijke colleges van de Admiraliteit.³⁰

Blijkens art. 35 Octrooi 1602 kreeg de VOC verder het recht *Gouverneurs, volck van oorlogen ende Officiers van Justitie, ende tot andere nootelycke diensten tot consernaties vande plaetssen onderhoudinge van goede ordre politie ende Justitie (...) te stellen*. Daarmee werd de VOC in staat gesteld een administratief overheidsapparaat in de Oost op te zetten en daartoe functionarissen aan te stellen. Haar werd jurisdictie verleend om de openbare orde te

26. Art. 43 1602 vereiste wel dat de officier en burgemeesters van de desbetreffende plaats in kennis werd gesteld.

27. Hierover Somers 2001, 66 e.v.

28. Somers 2001, 67–68; Den Heijer 2005, 172 e.v.

29. Art. 37 Octrooi 1602.

30. Art. 36 Octrooi 1602. Zie Gelderblom, De Jong & Jonker 2011, 45.

handhaven en officiers van justitie te benoemen.³¹ Wel werd de formele ondergeschiktheid aan de Staten-Generaal geaccentueerd door de verplichting van deze functionarissen om *eedt van getrouwicheyt doent, aende Staten Generael, ofte Hooge Overicheyt voorscreven, ende aende Compaignie* (art. 35).

Haar suzereine rechten ten spijt, in de praktijk gedroeg de VOC zich als gevolg van de geografische afstand tot de Nederlanden en omdat de Staten-Generaal in Indië geen betekenisvolle aanwezigheid hadden vaak als soeverein heerser. Zij voerde oorlogen, sloot verdragen en zette een bestuurlijke en gerechtelijke organisatie op.³² Illustratief is de wijze waarop Gouverneur-Generaal Coen vanaf 1620 het bestuur van de stad Batavia zou inrichten. Nadat hij de oude stad Jakatra had platgebrand, de Engelsen had verjaagd en het plaatselijke verzet op wrede wijze had gebroken, besloot hij de stad te herbouwen onder de naam Batavia. Daarbij benoemde Coen, weliswaar handelend in hoedanigheid van Gouverneur-Generaal namens de Staten-Generaal, maar *de facto* zelfstandig, overheidsfunctionarissen aan wie hij uiteenlopende jurisdictionele bevoegdheden toekende. Ook vaardigde hij in zijn hoedanigheid verschillende wetten voor Batavia uit.³³ Geleidelijk zou Batavia uitgroeien tot een *de facto* soevereine stadstaat.³⁴

De zelfstandigheid van de VOC in de Oost laat onverlet dat de Staten-Generaal en de Staten op de organisatie in de Nederlanden grote invloed uitoefenden. Zo konden belangrijke besluiten ten aanzien waarvan onenigheid bestond ter beslissing worden voorgelegd aan de Staten-Generaal.³⁵ De VOC moest de Staten-Generaal informeren over binnenkomende schepen en over de benoeming van functionarissen in de Oost (art. 45 en 35 Octrooi 1602). De Staten-Generaal fungeerden als beroepsinstantie ingeval van ontslag van functionarissen en bij geschillen over de verdeling van buitgemaakte goederen (art. 35 en 37 Octrooi 1602).

Deze bepalingen gaven aan het Octrooi 1602 een principieel ander karakter dan de vennootschapsovereenkomsten die ten grondslag lagen aan de gebruikelijke vennootschapsvormen. Zij schiepen de basis voor een overheidsorgaan dat belast was met de administratie en defensie ten oosten van de Kaap de Goede Hoop en dat als rechtssubject overheidstaken vervulde op basis van haar publiekrechtelijke bevoegdheden. Niet ten onrechte hebben Gelderblom,

31. Over jurisdictiegeschillen, zie Pauw, *Observationes Tumultuariae Novae*, OTN 430, 457, 481, 683 en 803, handelend over de vraag of de VOC de bevoegdheid had om een VOC-functionaris die werd verdacht van malversaties van Holland naar Indië te vervoeren, teneinde hem aldaar te berechten; hierover ook nr. 85.

32. Den Heijer 2005, 176 e.v.

33. Somers 2001, 109 e.v.

34. Somers 2001, 247.

35. Art. 6 Octrooi 1602. Volgens Gelderblom, De Jong & Jonker 2011, 45 bracht dit artikel in de praktijk mee dat de Staten-Generaal zelfstandig bestuursbesluiten konden wijzigen.

De Jong en Jonker de VOC aangeduid als de Nederlandse Admiraliteit voor Azië.³⁶ De VOC vertoonde niet alleen gelijkenis met de Admiraliteit, die eveneens volgens een kamerstructuur was georganiseerd, er zijn ook duidelijke parallellen te trekken met de polderbesturen (waarover nr. 42 en 43). Evenals bij de polderbesturen stond de invloed van de *universitas* op de VOC niet in de weg aan financiering door private partijen. Winstbejag bleek niet onverenigbaar met een publieke taak en navenante bevoegdheden.

Hoewel gelet op het bovenstaande duidelijk *invloed* van de *universitas* op de VOC valt waar te nemen, lijkt het niet waarschijnlijk dat de VOC welbewust als *universitas* is opgericht. Veeleer is aannemelijk dat de onderhandelaars voortbouwden op concepten die in de praktijk gehanteerd werden en die vallen te herleiden tot de *universitas*.

Dat laat onverlet dat de *universitas* een kapstok bood voor verdere rechtsontwikkeling. Denk aan de ontwikkeling van een publiek bestuur van Batavia. De invloed van de *universitas* vereenvoudigde de wijze waarop de VOC aan het rechtsverkeer kon deelnemen, contracten kon sluiten en door middel van haar bewindhebbers in rechte kon optreden. In § 1.1.4 is uiteengezet dat al onder de voorcompagnieën een ontwikkeling in de richting van ‘rechtspersoonlijkheid’ gaande was. Wie de VOC louter beschouwt in verhouding tot de voorcompagnieën kan haar ‘rechtspersoonlijkheid’ beschouwen als een nieuwe fase in de vennootschapsevolutie. Ik bestrijd deze zienswijze niet, maar meen dat de zich geleidelijk ontwikkelende ‘rechtspersoonlijkheid’ van de VOC mede valt te verklaren uit de invloed van de *universitas*. Hier vloeiden twee stromen samen: het vennootschapsrecht bevond zich op min of meer onbekend terrein en voegde zich in de bedding van de *universitas* waar de ‘rechtspersoonlijkheid’ sinds eeuwen was erkend.

De interne vennootschappelijke verhoudingen zouden bovendien vergaand worden beïnvloed doordat de VOC niet slechts was opgericht als handelsvennootschap, maar ook als publiek lichaam. De VOC zou dikwijls fungeren als verlengstuk van de Staten-Generaal, in het bijzonder als oorlogsmacht in de strijd tegen de Portugezen en Spanjaarden in de Oost.³⁷ Het is dan ook niet verwonderlijk dat de VOC vooral onder het Octrooi 1602 financieel werd ondersteund door de Staten-Generaal, terwijl zij ook in later tijden nog vaak op overheidssteun zou zijn aangewezen.³⁸ Daarnaast bestonden er in personele zin van aanvang af nauwe banden tussen de bewindhebbers en de regentenklasse (nr. 49).³⁹

De eerste vloten kregen van de Staten-Generaal offensieve instructies, zodat het primaat lag bij het verjagen van de Portugezen en niet bij de

36. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011.

37. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011, 47.

38. Gaastra 2009, 24 e.v.; Den Heijer 2005, 168 e.v.

39. Monte ver Loren & Spruit 2000, 271.

koophandel.⁴⁰ Gedurende een groot deel van de 17^e eeuw zou de VOC niet aarzelen zich op te stellen als een oorlogscompagnie, die zich nu eens richtte tegen de Portugezen, dan weer tegen de Engelsen of lokale heersers. Niet zelden gingen de offensieve acties ten koste van de koophandel en participanten.⁴¹ Zoals admiraal Matelief in 1608 schreef:

‘Dat de heeren bewinthebberen de negotie willen postponeren ende eerst de oorloge by der hant vatten, daer doen se na myn oordeel heel wyslyc aen (...). [I]ndien men een soldaet ende een coopman in een persoon wil hebben, t’is verlooren arbeit, want den vyant mach men soo klein niet achten, daerom heer admirael indien ghy door de oorloge wat wtrecchten condit, denckt aen de coopmanschap niet, want anders sult ghy noch teen noch tander hebben (...).’⁴²

De interne spanningen die dit belangenconflict oproep zullen in § 2.1.2 en 2.1.3 uitvoerig worden behandeld. Eerst behoeven enkele interne aspecten, die wél vallen te herleiden tot de *societas*, nadere aandacht.

49 Bewindhebbers. Het hoogste bestuursorgaan was het college van Heren XVII dat de grote lijnen van het beleid vaststelde.⁴³ Indien de Heren XVII geen overeenstemming konden bereiken over belangrijke onderwerpen, konden zij deze voorleggen aan de Staten-Generaal, die over het desbetreffende onderwerp bindende besluiten kon nemen.⁴⁴ De uitvoering van besluiten van de Heren XVII en de dagelijkse bedrijfsvoering geschiedde door de bewindhebbers die waren verbonden aan één van de zes kamers die waren gevestigd in de thuissteden van de voormalige voorcompagnieën (Amsterdam, Middelburg, Rotterdam, Delft, Hoorn en Enkhuizen). Op deze wijze was de macht in de VOC in belangrijke mate gedecentraliseerd.

Alleen grootaandeelhouders kwamen in aanmerking voor het bewindhebberschap.⁴⁵ In geval van vacature hadden de bewindhebbers van de desbetreffende kamer het recht tot het doen van een bindende voordracht van drie

40. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011, 47; Van Brakel 1908, 21 e.v.; De Jonge I (1862), 164 e.v.

41. Gaastra 2009, 39; Gelderblom, De Jong & Jonker 2011.

42. Aangehaald in De Jonge III (1865), 233. Zie ook Van Brakel 1908, 21 e.v.

43. Art. 3 Octrooi 1602.

44. Art. 6 Octrooi 1602.

45. Op grond van art. 28 Octrooi 1602 was een belang van ten minste 1000 pond Vlaams (f 6000) vereist. In de kamers van Hoorn en Enkhuizen (en, vanaf 1648, van Delft en Rotterdam) was een belang van 500 pond Vlaams (f 3000) voldoende (Gepken-Jager 2005, 55). Alle 77 eerste bewindhebbers van de VOC worden in het Octrooi 1602 bij name genoemd. Door natuurlijk verloop zou het aantal worden teruggebracht tot 60 bewindhebbers: 20 in Amsterdam, 12 in Zeeland en 7 in ieder van de andere kamers (artikel 18–23 Octrooi 1602).

kandidaten. Benoeming geschiedde door de Staten van Zeeland, en, in Holland, door de burgermeesters van de desbetreffende stad.⁴⁶ Dit leidde tot vele personele unies tussen bewindhebbers en de plaatselijke regenten, zoals burgemeesters en leden van de vroedschap. Via de steden, die op hun beurt een belangrijke stem in de Staten van Holland hadden, kon de VOC weer grote invloed uitoefenen op provinciaal niveau. De belangen van de VOC op het niveau van de Staten-Generaal werden niet alleen indirect behartigd via de Staten van Holland en van Zeeland. Dit geschiedde dikwijls ook op directe wijze. Zo was Reinier Pauw, Amsterdams bewindhebber van het eerste uur, tevens burgemeester aldaar en had hij in deze hoedanigheid een belangrijke stem bij de benoeming van nieuwe bewindhebbers.⁴⁷ Tevens was hij enkele jaren vertegenwoordiger van Holland in de Staten-Generaal kon aldaar de belangen van de (Amsterdamse kamer van de) VOC dienen. Vanaf 1748 zou bovendien de stadhouder opperbewindhebber van de VOC en WIC zijn.

Het Octrooi 1602 bevatte geen bepaling op grond waarvan bewindhebbers konden worden ontslagen; zij werden aangesteld voor het leven. Op verzoek van de Staten van Zeeland werd in art. 24 Octrooi 1602 bepaald dat bij overlijden of aftreden *sal die plaetze onversien mogen blyven ende niemant in des affgestorven ofte affgescheyden plaetze gesurrogeert moeten wordden*. Het vermoeden is wel geuit dat de Staten van Zeeland met deze bepaling poogden hun invloed op de benoeming van bewindhebbers in hun kamer zeker te stellen, omdat de vrees bestond dat anders het bewindhebberschap krachtens erfrecht zou overgaan.⁴⁸ Wat daarvan zij, het feit dat een dergelijke bepaling nodig werd geacht doet het vermoeden rijzen dat het bewindhebberschap, evenals veel andere ambten ten tijde van de Republiek, welhaast als een soort eigen recht werd beschouwd; de gedachte dat bewindhebbers (mede) namens participanten het bewindhebberschap uitoefenden is in het Octrooi 1602 moeilijk terug te vinden.

Volgens de heersende opvatting waren bewindhebbers jegens derden niet aansprakelijk voor handelingen die zij in hun hoedanigheid hadden verricht. De grondslag wordt gezocht in art. 42 Octrooi 1602 dat niet uitblinkt in helderheid:

‘Item datmen geene Bewinthebberen hare persoonen, ofte goederen sal mogen belasten ofte becommeren om vande selve te hebben rekeninge van hare administratie inde voorscreven Compaignie, nochte ter canse vande gaigen van eenige commisen, schippers, stierluyden, bootsgesellen, ofte andere persoonen ten dienste vande Compaignie aengenomen. Maer die diesaengaende yettegens henluyden sal willen pretenderen, sal gehouden wezen deselve te betrecken voor hare ordinarise rechters.’

46. Den Heijer 2005, 111.

47. Den Heijer 2005, 113.

48. Van Brakel 1908, 130.

Van der Heijden wijst op de tegenstelling die in de bepaling naar voren komt: men mag bewindhebbers, in persoon of hun goederen *niet* belasten ofte becommeren (*i.e.* beslag leggen), maar men zal men wel *in hoedanigheid van bewindhebber* in rechte mogen aanspreken.⁴⁹ Deze uitleg is weliswaar niet dwingend, maar de bepaling is wel doorgaans in deze zin begrepen.

De ontwikkeling naar uitgesloten aansprakelijkheid van bewindhebbers, die waarschijnlijk met de voorcompagnieën is aangevangen werd op deze wijze met de VOC voltooid. Hoewel ik ook ik meen dat bewindhebbers niet extern aansprakelijk waren voor schulden van de compagnie,⁵⁰ betwijfel ik of deze opvatting al in de eerste twee decennia van de 17^e eeuw de heersende was. Zo maakt Asser melding van een advies van Simon van Beaumont, pensionaris van Middelburg uit 1604 of kort nadien die zou hebben betoogd dat de Zeeuwse bewindhebbers hoofdelijk aansprakelijk waren op grond van de *actio exercitoria*.⁵¹ Tot in ieder geval 1623 aanvaardden bewindhebbers hoofdelijke aansprakelijkheid voor leningen die zij aangingen namens de compagnie.⁵²

49. Van der Heijden 1908, 56.

50. Gepken-Jager 2005, 65; evenzo Van der Heijden 1908, 56 e.v. en Van Brakel 1908, 123 e.v. Anders Zeijlemaker 1945–1946, 587, volgens wie de uitsluiting van externe aansprakelijkheid niet volgt uit art. 42, maar noodzakelijk voortvloeit uit de aan de bewindhebbers gegeven positie.

51. Asser 1983, 117–118. Het ging om een admiraal van de VOC die in Bantam wissels had getrokken op de bewindhebbers in Amsterdam. De houder bood de wissels aan de Zeeuwse kamer aan, die de houder naar Amsterdam doorverwees. Nadat de Amsterdamse kamer betaling had getraïneerd, richtte de houder zich andermaal tot de Zeeuwse kamer met een beroep op de *actiones exercitoria* en *institoria*. Van Beaumont beschouwde de bewindhebbers van de Zeeuwse kamer als *compaignons ofte lidmaat van de geheele vereenigde compagnie* en was van oordeel dat zij hoofdelijk aansprakelijk waren.

52. Gelderblom, De Jong & Jonker 2012, 23 e.v. Persoonlijke borgstellingen hebben vanzelfsprekend grote praktische consequenties, maar zijn vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt niet relevant. Interne en externe borgstellingen werden aangegaan in verband met de lage marktrente in Amsterdam. Hierdoor ging de Amsterdamse kamer vanaf in ieder geval 1616 leningen aan ten behoeve van andere kamers. Teneinde de risico's voor de Amsterdamse kamer te beperken, aanvaardden bewindhebbers van de kamer voor wie de lening bestemd was persoonlijke aansprakelijkheid jegens de Amsterdamse kamer. Gelderblom, De Jong & Jonker 2012, 25 e.v. melden voorts persoonlijke borgstellingen van Middelburgse bewindhebbers en functionarissen die rechtstreeks in Amsterdam leningen ten behoeve van de Middelburgse kamer opnamen. Kennelijk om te voorkomen dat bij het publiek het misverstand zou kunnen rijzen dat bewindhebbers die namens de VOC leningen aangaan in persoon aansprakelijk zijn, verklaarde de Amsterdamse kamer altijd van opvatting te zijn geweest dat bewindhebbers niet extern aansprakelijk zijn en paste zij de gebruikelijke tekst van schuldigverklaringen aan (Gelderblom, De Jong & Jonker 2012, 26 die mij de transcripties van de desbetreffende documenten ter beschikking stelden: Nationaal archief (NA) 1.04.02 inv. Nr. 100 film 5705, fol. 423; NA 1.04.02 inv. Nr. 100 film 5705, fol. 424; NA 1.04.02 inv. nr. 228).

Anders dan het Octrooi 1602 liet het prospectus van de (nooit opgerichte) Assurantie- en Handelscompagnie (1629) geen twijfel over externe persoonlijke aansprakelijkheid van bewindhebbers. Daarin was expliciet opgenomen dat de bewindhebbers niet jegens derden aansprakelijk waren voor handelingen verricht in hun hoedanigheid van bewindhebber.⁵³

Lijkt hier sprake van een evolutie naar uitgesloten aansprakelijkheid van bewindhebbers die uiterlijk begin de jaren 1620 voltooid was, daarmee was nog geen juridische onderbouwing gegeven voor de afwijking op het commune vennootschapsrecht. Interessant is dat Voet de uitgesloten aansprakelijkheid van bewindhebbers onderbouwt door art. 42 Octrooi 1602 uit te leggen in het licht van D.3,4,7,1 op grond waarvan de leden van een *universitas* niet verschuldigd zijn wat de *universitas* verschuldigd is.⁵⁴

‘Laat het zo zijn, dat leden van de Staten niet gebonden kunnen worden voor de schulden van *universitates*^[55], en dat de bewindhebbers van de VOC niet in hun privéhoedanigheid kunnen worden gedagvaard; voor dat wat een *universitas* verschuldigd is, zijn haar leden niet verschuldigd [D.3,4,7,1⁵⁶]. Niet echter om die reden is een persoonlijke verplichting afwezig.^[57] Wie weet immers niet, tenzij hij in het recht niet thuis is, dat *universitates* in contracten en uiterste wilsbeschikkingen de plaats van personen innemen,

53. Knuttel 1978, nr. 3865, 14: *Tot verseeckeringhe van den gheasseureerden zullen verbonden wesen/ alleen de middelen ende effecte vande Compaignie/ sonder dat de Bewinthebberen ende Participanten daer vooren in hun Prive verbonden zullen wesen.*

54. Voet *Commentarius I* (1737) D.1.8 aant. 28: ‘(...) *Esto sane, personas Ordinum non obstringi pro debitis universitatum, directores societatis Indiae Orientalis privatim non posse conveniri; in quantum, quod debet universitas, singuli non debent. L. sicut 7 par. si quid 1. ff. quod cujusque universit. nom. Non tamen ideo personalis deest obligatio. Quis enim, nisi in jure hospes, ignorat, universitates in contractibus, ultimisque voluntatibus, personarum loco haberi, cum his per actores syndicosque contrahi, his velut personis hereditates, legata, quin & usumfructum, personalem servitute ossibus personae inhaerentem, relinqui, fictaque universitatis morte perire; ac proinde personalem omnino intercedere obligationem, quoties ex contractibus universitati debetur, vel ipsa debet. (...)*’.

55. Gelet op de context is aannemelijk dat Voet hier provincies op het oog heeft.

56. ‘Als er iets aan een *universitas* verschuldigd is, is het niet aan de afzonderlijke leden verschuldigd; en evenmin zijn de afzonderlijke leden verschuldigd wat de *universitas* verschuldigd is.’ Hierover nr. 31.

57. In deze passage bestrijdt Voet de opvatting van Christiaan Rodenburch (*Tractatus De Jure quod oritur ex diversitate Statutorum* II.2.3, opgenomen in: *Tractatus de jure conjugum*, Utrecht: G. Zylius en Th. Van Ackerdijck 1653) en Abraham van Wesel (*Commentarius ad novellas constitutiones Ultratrajectinas*, art. 12, aant. 7 e.v., opgenomen in *Opera Omnia*, Brussel: Judoci de Grieck 1692). Beiden hadden betoogd dat een vordering op een *universitas* als onroerend moest worden aangemerkt. Deze opvatting hadden zij mede gegrond op het gegeven dat niemand in persoon kon worden aangesproken tot nakoming van een verplichting van een provincie. In de hier geciteerde passage bestrijdt Voet dit argument.

omdat zij worden gebonden door middel van vertegenwoordigers en bestuurders. Als personen worden hen nalatenschappen of legaten nagelaten, of een vruchtgebruik en een persoonlijke dienstbaarheid die als het ware aan de botten van een persoon verbonden is. Deze eindigen door de gefingeerde dood van de *universitas*. En daarom is werkelijk sprake van een persoonlijke verplichting, zo vaak iets op grond van een overeenkomst aan of door een *universitas* verschuldigd is (...).

Men kan wellicht het belang van deze passage relativeren door te benadrukken dat Voet elders enigszins geforceerde pogingen heeft gedaan om nieuwe vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen te wringen binnen het keurslijf van het Romeinse recht.⁵⁸ Maar dit laat onverlet dat de opvatting van Voet weerklink heeft gevonden bij schrijvers als Matthaeus, Marquardus en Portielje, terwijl Van Brakel in algemene termen spreekt van de VOC als corporatieve organisatie.⁵⁹ Zelfs Van der Heijden, die later juist het contractuele karakter van de VOC zou benadrukken, heeft de uitsluiting van aansprakelijkheid van bewindhebbers in verband gebracht met de *universitas*.⁶⁰ Kennelijk was de verwantschap tussen VOC en *universitas* nauw genoeg om de uitgesproken aansprakelijkheid van bewindhebbers op D.3,4,7,1 te baseren.

50 Actiën. De VOC kende geen aandelen met een nominale waarde: alle inwoners mochten naar believen inleggen.⁶¹ Ongeveer de helft van het totale kapitaal van f 6,45 miljoen werd gestort door de bewindhebbers. De 1143 Amsterdamse participanten tekenden in voor 57% van het kapitaal.⁶² Ter

58. Zo heeft Voet verdedigd dat de aansprakelijkheid van niet-handelende vennoten van verschillende personenvennootschappen een proportionele is en bovendien wordt beperkt door het recht van abandon (Voet *Commentarius I* (1737), aant. 5 op D.14,1). Vervolgens lijkt hij aan deze opvatting mede te hebben toegepast op de *firma*-vennootschap, zulks terwijl de hoofdelijke aansprakelijkheid van vennoten van de *firma*-vennootschap algemeen werd aangenomen (zie nader Punt 2010, 83 en Asser 1983, 127 e.v. met verdere verwijzingen). Van der Heijden 1908, 51 e.v. heeft getracht aan deze passage nog enige betekenis toe te kennen door te veronderstellen dat Voet in aant. 5 op D.14.1 het oog heeft gehad op de actiëncompagnie. De in de hoofdtekst aangehaalde passage toont m.i. aan dat deze hypothese niet valt vol te houden. Vgl. verder nr. 86, nt. 133.

59. Matthaeus, *De criminibus*, commentaar op D.47.15, aant. 6; Marquardus, aangehaald bij Mehr 2009, 312; Portielje 1834, 67 e.v.; Van Brakel 1908, XX; Van Brakel 1909, 255.

60. Van der Heijden 1908, 57.

61. Art. 10. Hoewel buitenlanders niet direct konden participeren in de VOC, weerhield dit investeerders uit Hamburg, Emden, Bremen en Venetië niet om toch deel te nemen via contactpersonen uit de republiek. Mogelijk belegden Antwerpenaren via Amsterdamse grootaandeelhouders van Zuid-Nederlandse komaf. Bekend is voorts dat een twintigtal Engelsen in totaal ongeveer f 40.000 belegde via de Zeeuwse kamer (Den Heijer 2005, 78).

62. De participant met het grootste belang, Peter Lintgens legde f 60.000 in via de kamer van Amsterdam en f 45.000 via de kamer van Zeeland; de participant met de geringste inleg was de dienstmaagd van bewindhebber en stadsbestuurder Reinier Pauw (f 50).

vergelijking: de Compagnie van Verre had 1594 een kapitaal van *f* 290.000, terwijl het kapitaal van de EIC in 1600 (omgerekend naar toenmalige guldens) ongeveer *f* 820.000 bedroeg.⁶³ Het grote startkapitaal stelde de VOC in staat om, anders dan de EIC, haar eigen schepen te bouwen en daarmee een belangrijk concurrentievoordeel op te bouwen.⁶⁴ Nagenoeg het gehele kapitaal werd aangewend om de eerste vier expedities uit te rusten in de periode 1603–1607.⁶⁵ Hoewel nog enkele malen het kapitaal is verhoogd, ging dit niet om substantiële wijzigingen.

Hoewel het Octrooi 1602 hierover zwijgt, wordt algemeen aangenomen dat participanten jegens de VOC slechts aansprakelijk waren ten belope van de toegezegde inleg, terwijl zij jegens derden in het geheel niet aansprakelijk waren voor schulden van de compagnie. Dit blijkt onder meer uit het feit dat bij het faillissement van de eerste WIC in 1674 geen van de participanten in persoon is aangesproken en dat dus ook het recht van abandon niet aan de orde kwam. Integendeel: toen de WIC opnieuw werd opgericht werden de aandelen van de oude WIC-aandeelhouders geconverteerd in aandelen in de nieuwe WIC.⁶⁶ Ook toen de VOC en de tweede WIC uiteindelijk failliet zouden gaan in de laatste jaren van de 18^e eeuw is nooit overwogen om de participanten in persoon aan te spreken.⁶⁷

Participanten konden hun belang aan derden overdragen. Levering geschiedde ten kantore van de VOC in het bijzijn van twee bewindhebbers en nadat was gebleken dat de verkoper geen schulden had bij een van de kamers. Zij vond plaats door middel van een akte van levering, gevolgd door inschrijving in het aandeelhoudersregister.⁶⁸ Aandeelbewijzen werden niet uitgegeven.⁶⁹ Met de daarmee geschapen duidelijkheid omtrent de overdracht en bewijs van participantschap werd voldaan aan een eerste vereiste voor de totstandkoming van een aandelenmarkt. Het omvangrijke kapitaal van de VOC

63. Frentrop 2002, 65.

64. De VOC kon het grote startkapitaal mede vergaren doordat de totale opbrengsten van de voorcompagnieën de totale investeringen ongeveer evenaarden. Veel beleggers herinvesteerden de opbrengsten van de voorcompagnieën in de VOC. Het geplaatste kapitaal kon bovendien in vier jaarlijkse termijnen tussen 1603 en 1607 worden gestort. Hierdoor konden beleggers niet alleen hun lasten over een langere periode verdelen, maar zij konden ook speculeren op winsten die zij verwachtten te behalen met participaties in nog niet afgewikkelde voorcompagnieën. Dankzij de pas ontstane obligatiemarkt konden beleggers bovendien eenvoudiger participeren met geleend geld (Frentrop 2002, 65 e.v.; Den Heijer 2005, 60; Gelderblom & Jonker 2004).

65. Den Heijer 2005, 60–61.

66. Van der Heijden 1908, 57.

67. Den Heijer 2005, 205 e.v.

68. Voor voorbeelden van leveringsakten, zie Van der Heijden 1908, 230 (Bijlage 3) en Den Heijer 2005, 243 (Bijlage 1). Vgl. voorts Petram 2011, 18; voor een overzicht van de jurisprudentie m.b.t. aandelenoverdrachten, zie Petram 2011, 97 e.v.

69. Van Dillen 1958, 32–33; Den Heijer 2005, 98.

en het verspreide aandelenbezit verschaften de markt de liquiditeit, die nodig is om werkelijk tot ontwikkeling te komen.⁷⁰ De speculatie werd voorts aange-moedigd door de hoge winstverwachtingen. Kort na de inschrijving en voordat de eerste storting plaatsvond werd er reeds gehandeld en steeg de koers tot 114–115%.⁷¹

Omdat directe levering relatief duur en omslachtig was, raakte spoedig de termijnhandel in aandelen in zwang.⁷² De ervaring die op de Amsterdamse goederenbeurs was opgedaan met speculatie op misoogsten of overschotten werd vanaf ongeveer 1607 gebruikt voor de termijnhandel in aandelen. Op de goederenbeurs waren al langer *tijdaffaires* bekend, waarbij partijen overeenkwamen om een bepaalde hoeveelheid goederen op een bepaalde datum te leveren tegen een vooraf overeengekomen prijs.⁷³ Deze contracten werden spoedig ook toegepast op de handel in VOC-aandelen. In de tweede helft van de 17^e eeuw deed ook de optiehandel zijn intrede.⁷⁴ Daarbij was geen sprake van een koop/verkoopovereenkomst onder opschortende tijdsbepaling, maar werd het recht verleend tot het kopen/verkopen van aandelen – destijds nog aangeduid als *actien* of *paerten*. Een andere vorm van termijnhandel was de zogenaamde prolongatie. Partijen kwamen overeen om de levering door te schuiven naar een volgende rescontredag, al dan niet tegen rentevergoeding. Op die manier speculeerde de verkoper op een prijsdaling, de koper op een prijsstijging. In veel gevallen werd op de rescontredag afgezien van levering en volstonden partijen met een afrekening door betaling van het verschil tussen de overeengekomen koopprijs en de dagkoers.⁷⁵

Het ontstaan van verschillende derivaten verschaftte de markt veel meer liquiditeit dan mogelijk was geweest wanneer slechts aandelen rechtstreeks werden overgedragen. De liquiditeit werd verder verhoogd, omdat veel van de derivaten door middel van endossement weer aan derden konden worden overgedragen.⁷⁶

70. Gelderblom & Jonker 2004.

71. Den Heijer 2002, 32.

72. Petram 2011, 18 e.v.; Den Heijer 2005, 97.

73. In de loop van de 17^e eeuw trad enige standaardisatie op doordat de afrekening van de tijden premieaffaires plaatsvond op vaste dagen, rescontredagen genoemd, en doordat geleidelijk meer gehandeld werd in vaste ‘aandelenporties’ van f 3.000 nominaal. Dit bedrag kwam overeen met het belang dat vereist was om in de kleinere kamers voor het bewindhebberschap in aanmerking te komen. Het ontstaan van vaste aandelenporties laat onverlet dat aandelen in de VOC nooit een nominale waarde hebben gekend (Van Brakel 1908, 158; Den Heijer 2005, 106).

74. Petram 2011, 23.

75. Den Heijer 2005, 99. Een bekend werk over de praktijk van de Amsterdamse beurshandel is *Confusion de confusions* van Joseph de la Vega (1688). De la Vega doet tal van handelspraktijken op beeldende wijze uit de doeken, getuigend van groot inzicht in de psyche van de speculant. Hierover o.a. Petram 2011, 186 met verdere verwijzingen.

76. Petram 2011, 102 e.v.

51 Participanten. De opstellers van het Octrooi 1602 hebben zich wel gerealiseerd dat de lange duur van het Octrooi 1602 een belangrijk verschil was met de voorcompagnieën; de VOC was opgericht als duurzame organisatie die niet na een enkele handelsreis zou worden ontbonden. Waarschijnlijk hebben de opstellers echter niet verwacht dat de VOC bijna 200 jaar zou bestaan. Dit blijkt uit enkele rechten van participanten die nog herinneren aan de voorcompagnieën. Zo bepaalde art. 17 Octrooi 1602 dat een uitkering zou worden gedaan zodra de opbrengsten 5% van het gestorte kapitaal zouden bedragen. Deze ‘dividenduitkering’ werd gezien als een voorschot op de liquidatie die was voorzien bij het einde van het Octrooi 1602 in 1623.

Participanten hadden slechts een rudimentair recht op informatie: na tien en twintig jaar werd een financiële verantwoording in het vooruitzicht gesteld. Op grond van art. 7 Octrooi 1602 mochten participanten na verloop van deze tien en twintig jaar hun geld uit de compagnie terugtrekken. Hieruit moet worden afgeleid dat tijdens het opstellen van het Octrooi 1602 de intentie bestond om tussentijds zo veel mogelijk winst uit te keren en om na tien en twintig jaar de boeken te sluiten. De participanten die dit wensten zouden na tien jaar hun inleg, vermeerderd met een *pro rata* aandeel in de winst terugkrijgen, terwijl de compagnie ten aanzien van de overige participanten zou blijven bestaan. Voorts zou de mogelijkheid voor nieuwe participanten bestaan om in te tekenen. Op grond van art. 7 Octrooi 1602 zou na tien jaar een bijzondere financiële afrekening worden opgemaakt voor de schepen die op dat moment onderweg waren. Bovendien was een voorziening getroffen voor investeringen die in de eerste tien jaar zouden zijn gedaan en pas in het tweede decennium profijt zouden brengen. Volgens het Octrooi 1602 zou de helft van de kosten van deze investeringen worden gedragen door degenen die voor de tweede periode van tien jaar zouden intekenen.⁷⁷

Waren de rechten van aandeelhouders (althans op papier) in financiële en vermogensrechtelijke zin goed ontwikkeld, anders lag dat voor wat betreft zeggenschapsrechten: deze waren geheel afwezig. Een aandeelhoudersvergadering heeft de VOC nooit gekend, terwijl informele zeggenschapsmechanismen, zoals die de Staten-Generaal wel ten dienste stonden, geheel ontbraken.

52 Institutioneel krachtenveld. Bezie men de belangentegenstellingen als gevolg van de publiek/private taakopdracht in relatie tot de autonome positie van bewindhebbers, de vele dwarsverbanden tussen bewindhebbers en regentenklasse en de afwezige zeggenschap van investeerders, dan blijkt dat de VOC gebukt ging onder een institutionele zwakte. Deze zwakte had uiteenlopende gevolgen op de ‘korte’, (middel)lange en zeer lange termijn.

77. Art. 8 Octrooi 1602. Frentrop 2002, 64; Den Heijer 2005, 66; Van Brakel 1908, 124.

Gedurende het eerste Octrooi kan men stellen dat de belangen van de Staten-Generaal en de bewindhebbers enigszins parallel liepen, terwijl deze tegengesteld waren aan die van de participanten: de bewindhebbers noch de Staten-Generaal hadden er belang bij om de rechten van aandeelhouders te honoreren en waren in staat om veel rechten van aandeelhouders te negeren. Het belang van de bewindhebbers was gelegen bij de uitgroei van de organisatie teneinde de positie van de VOC als wereldwijde marktleider op de handel op Oost-Indië te bestendigen. De Staten-Generaal hadden belang bij verzwakking van de Portugezen en de Spanjaarden en bij een zo sterk mogelijke militaire en economische positie van de VOC in Azië. Beide hadden er daarom belang bij om zo min mogelijk uitkeringen aan participanten te doen en om hen zo min mogelijk informatie te verschaffen. De belangen van de bewindhebbers en de Staten-Generaal liepen enigszins uiteen voor zover de zelfverrijking van de bewindhebbers de perken te buiten ging. Het resultaat van deze constellatie is dat de positie van participanten weinig benijdenswaardig is geweest gedurende grofweg het eerste Octrooi.

Op de (middel)lange termijn evenwel profiteerden alle partijen: alle zelfverrijking van bewindhebbers ten spijt, de VOC slaagde erin een handelsnetwerk in Azië op te bouwen en grote winsten te maken doordat zij de internationale concurrentie op afstand had weten te houden. Een uiteindelijke zwakte van de interne organisatie van de VOC, die na 1625 goeddeels ongewijzigd zou blijven, is erin gelegen dat zij onvoldoende *checks and balances* kende.

Bij de EIC zou dit alles anders liggen: deze was primair op de handel gericht, terwijl de politieke doelstellingen duidelijk op de tweede plaats kwamen. De invloed van overheidswege was veel geringer en die van aandeelhouders veel groter. Ironisch genoeg zou het Engelse model de EIC op de korte en middellange termijn op achterstand zetten; pas op de heel lange termijn – in de tweede helft van de 18^e eeuw – zou de EIC haar Nederlandse concurrent voorbijstreven. De beide volgende paragrafen handelen over de periode onder het eerste Octrooi, waarin de interne belangentegenstellingen duidelijk aan het licht kwamen en waarin veel te doen was over de zeggenschap van participanten. De lange periode ná 1625 is vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt minder interessant, omdat in deze periode de interne organisatie nauwelijks veranderde en grote conflicten uitbleven.

2.1.2 *Belangenconflicten in de eerste jaren.*

53 Een moeizaam begin. De hooggespannen verwachtingen, gewekt door het succes van de voorcompagnieën, werden de eerste jaren niet ingelost. De kosten van de vloot waren aanzienlijk hoger dan het ingelegde kapitaal en werden gedeeltelijk gefinancierd door leningen en ingehouden winsten.⁷⁸

78. Gaastra 2009, 22.

Bovendien werd al snel duidelijk dat de VOC als duurzame organisatie een wezenlijk ander karakter had dan de voorcompagnieën die waren opgericht als gelegenheidsondernemingen. Weliswaar blijkt uit art. 8 Octrooi 1602 dat de opstellers hebben beseft dat de VOC een lange periode zou bestaan, maar men heeft zich vermoedelijk niet in volle omvang gerealiseerd dat de VOC van aanvang af voor onbepaalde tijd was opgericht.⁷⁹ Spoedig bleek dat de VOC moeilijk kon worden geliquideerd. De VOC had handelsbetrekkingen aangeknoopt, zij had commiezen in Indië achtergelaten die specerijen inkochten op een moment dat de prijs gunstig was, terwijl de rekeningen van verschillende reizen niet meer te scheiden waren, in het bijzonder niet, nu een/derde van de 76 schepen die tussen 1602 en 1610 werden uitgezonden in Azië achterbleven teneinde een intra-Aziatisch handelsnetwerk op te zetten.⁸⁰ Dit was noodzakelijk, omdat er onvoldoende markt voor Europese goederen in Azië bestond.⁸¹

De winsten werden voorts gedrukt door de kostbare aanvallen op de Portugezen in Mozambique, Goa, de Molukken en Ambon.⁸² Deze waren enerzijds ingegeven door de publieke taakopdracht van de VOC, anderzijds door het langetermijnbelang van de onderneming, maar zij gingen ten koste van het kortetermijnbelang van de participanten.

Een ander belangenconflict, namelijk dat tussen participanten en bewindhebbers, heeft mogelijk ook al in deze eerste jaren gespeeld. De bewindhebbers waren aangesteld voor het leven en waren slechts na tien en twintig jaar verplicht tot enige verantwoording. Goed denkbaar is dat de bewindhebbers van aanvang af hun eigen belangen niet uit het oog verloren, ook indien dit ten koste ging van de belangen van participanten.

In beide typen van belangenconflicten waren de participanten de ‘onderliggende partij.’ Het zal niet verbazen dat in de eerste jaren geen dividend werd uitgekeerd.

54 Isaïc le Maire. Aanvankelijk leek de aandelenkoers hieronder niet te lijden. Deze deinde mee op de berichten en geruchten over succesvolle en minder succesvolle expedities.⁸³ Misschien bestond er intern meer kritiek over de strategie van de VOC. In ieder geval is bekend dat de drie grootste participanten en bewindhebbers, De Moucheron, Lintgens en Le Maire in 1603, 1604, respectievelijk 1605 opstapten en dat ieder van hen heeft getracht op een of andere wijze met de VOC in concurrentie te treden.⁸⁴

79. Dit volgt ook uit het monopolie dat voor 21 jaar werd verleend en uit de bepaling dat de VOC in de Oost fort en militaire versterkingen mocht bouwen (art. 34 en 35 Octrooi 1602).

80. Van Brakel 1908, 124; Frentrop 2002, 63.

81. Jonker & Sluyterman 2000, 47.

82. Den Heijer 2005, 66. Het twaalfjarig bestand, gesloten in 1609, gold niet in Azië.

83. Den Heijer 2005, 99.

84. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011, 47.

Vooraf Isaac Le Maire geraakte in een stevig conflict met de bewindhebbers. Zijn aftreden als bewindhebber was niet vrijwillig geweest en hield vermoedelijk verband met verdenkingen van fraude.⁸⁵ Het monopolie en een non-concurrentiebeding beperkten evenwel Le Maires mogelijkheden om in de Nederlanden een concurrerende onderneming op te zetten,⁸⁶ zodat hij achtereenvolgens met Hudson en met de Franse koning Henri IV geheime besprekingen voerde over de oprichting van een concurrerende buitenlandse compagnie.⁸⁷ Gezien zijn plannen had Le Maire er alle belang bij dat de beleggers na tien jaar hun geld uit de VOC zouden terugtrekken conform het Octrooi.

In 1609 werd bekend dat de bewindhebbers niet wilden voldoen aan hun verplichting op grond van het Octrooi om de participanten de gelegenheid te geven hun geld terug te vragen en om rekening en verantwoording af te leggen. Rekening en verantwoording zou volgens de bewindhebbers de Spaanse en Engelse concurrenten in de kaart spelen. De langetermijninvesteringen maakten volgens hen bovendien een (gedeeltelijke) ontbinding onmogelijk; dit was volgens bewindhebbers ook niet bezwaarlijk, aangezien de beurs voldoende *exit*-mogelijkheden verschaftte.

Op 24 januari 1609 hekelde Le Maire in een brief aan Van Oldenbarnevelt de *impotentie van de Compagnie*:⁸⁸ zij zou te weinig schepen uitzenden, geld moeten lenen, geen ontdekkingen hebben gedaan en vooral het Octrooi onvoldoende benutten waardoor de *treffelycke zeevaart (...) als begraven ende doot leyt*. Le Maire tekende krachtig protest aan tegen het streven van de bewindhebbers om de eerste tienjarige rekening *te doen smiltten in de tweede thienjarige rekeninghe*. Hij verzocht daarom dat conform het Octrooi na tien jaar een financiële afrekening zou komen, en dat beleggers hun geld zouden kunnen terugtrekken. Le Maire benadrukte overigens geheim te zullen houden *waardoor de Compagnie in sulcke groote schult ende achterheyt steckt, ende hoe qualycken de goederen van deze Compagnie worden geadministreert, wat*

85. Hierover uitvoerig Van Dillen 1930. De fraude zou betrekking hebben op een uitrusting in 1602 die nog niet onder de vlag van de VOC zou zijn geschied, maar door een combinatie van verschillende bewindhebbers van de VOC. Van Dillen 1938, p. 3 vermeldt dat Le Maire hiervoor zelfs op het matje is geroepen door de kerkenraad van de gereformeerde gemeente in Amsterdam. De notulen van 23 december 1604 van deze kerkenraad vermelden: *Alsoo daer een leelijck gerucht gestrooit wort door die geheele stadt van Isack le Maiere, bewindhebber van die Oost-Indische Compagnie, doch alsoo men alsnoch niet eigentlycken weet wat van deese saake zy, is goet gevonden, dat men hem van weegen des Kerckenraets sal aendienē, dat hy hem voor deese reyse sal onthouden van de tafel des Heeren, totdat in dit stuck sal vorder versien zijn.*

86. Van Dillen 1930, 4.

87. Hierover Van Dillen 1930, 5 e.v. en Frentrop 2002, 78 e.v. De besprekingen werden ontdekt door de diplomaat Van Aerssen die Van Oldenbarnevelt in kennis stelde. Overigens zijn de plannen voor een Franse compagnie mislukt door de moord op Henri IV in 1610.

88. Afgedrukt in De Jonge I (1862), 364–378.

onnutte ende wat onbehoorlycke oncosten datter dagelycks gedaen worden, tot groot interest ende nadeel van de participanten. Discretie zou gepast zijn opdat men niet en soude seggen, dat wy uyt syn, om alle de actien van de Compagnie te contrecarrereren, soo sullen we dat in silentie laten passeren ende andere daervan de clachten ende remonstrancen laten doen. Deze verzekering is opmerkelijk, indien men bedenkt dat Le Maire ongeveer een maand later – nadat hij nul op het rekest had gekregen bij Van Oldenbarnevelt – de Groote Compagnie oprichtte die op grote schaal speculeerde op koersdalingen.⁸⁹ Indien de koers sterk zou dalen, zouden participanten op grote schaal hun geld terugvragen, zo hoopte Le Maire. De VOC zou dan moeten worden geliquideerd, hetgeen Le Maire de gelegenheid zou geven zijn concurrerende compagnie op te zetten.

Op termijn van één tot drie jaar verkocht deze Groote Compagnie grote hoeveelheden aandelen VOC die zij zelf niet bezat, maar die ze rond de rescontredag goedkoop hoopte te verwerven.⁹⁰ Daarbij werden valse geruchten verspreid en zouden valse transacties in het Amsterdamse aandeelhoudersregister zijn opgenomen.⁹¹ Deze speculaties leidden tot een koersdaling van 212% (1607) naar 126% (1609).⁹²

In reactie hierop verzochten de Heren XVII de Staten van Holland om de termijnhandel in aandelen te verbieden omdat deze schadelijk zou zijn voor weduwen en wezen.⁹³ Enkele anonieme kooplieden publiceerden echter een tegenrequest waarin gesteld werd dat de koersdalingen het gevolg zouden zijn van slecht beleid door de bewindhebbers. Uiteindelijk trokken de bewindhebbers aan het langste eind. Verantwoording bleef uit, terwijl participanten de mogelijkheid om hun geld terug te vragen werd onthouden. In 1610 werd bovendien een verbod uitgevaardigd tot handel in *blanco actien*.⁹⁴

Het lijkt geen twijfel dat de bewindhebbers handelden in strijd met het Octrooi. De participanten verloren hierdoor twee belangrijke disciplineringsmechanismen: het recht op een financiële verantwoording en het recht om na tien jaar hun geld terug te vragen. Minstens zo belangrijk is dat de bewindhebbers in deze episode gesteund werden door de Staten-Generaal en de Staten van Holland. Ik acht goed denkbaar dat deze steun eraan heeft bijgedragen dat zij in de volgende jaren niet altijd weestand konden bieden aan de verleidingen van zelfverrijking. Ironisch genoeg heeft het achterwege blijven van een

89. Zie Van Dillen 1930, 23 e.v.

90. Frentrop 2002, 79; Den Heijer 2005, 99.

91. Van Dillen 1930, 23.

92. Gaastra 2009, 27; Petram 2011, 26.

93. Van Dillen 1930, 15 e.v.

94. *Groot Placaet-Boek* I, kolom 553 e.v.; Van Dillen 1930, 15 e.v.; Frentrop 2002, 80 e.v.; Den Heijer 2005, 100; Gepken-Jager 2005, 70 e.v. Kennelijk heeft dit verbod op de lange termijn niet het gewenste resultaat gehad, omdat soortgelijke regels in 1621, 1623, 1624, 1630 en 1636 opnieuw moesten worden afgekondigd (Gepken-Jager 2005, 71, nt. 108).

(gedeeltelijke) ontbinding de positie van de VOC ten opzichte van de EIC juist versterkt en in zoverre ook het langetermijn-aandeelhoudersbelang gediend. De EIC had op dat moment nog geen permanent aandelenkapitaal, hetgeen een van de redenen vormde waarom de EIC aanzienlijk minder kapitaalkrchtig was dan de VOC.⁹⁵ De schending van het recht van participanten om hun geld terug te vragen, de bestendiging van *capital lock in* verschaft de VOC een duurzaam karakter (vgl. nr. 2). Hierdoor verschaft de VOC zich een voordeel op de EIC. Deze had weliswaar als *corporation* eveneens een duurzaam karakter, maar ontbeerde, door het ontbreken van *capital lock in* een duurzaam kapitaal.

De *baisse*-speculaties van Le Maire c.s. hebben wel tot gevolg gehad dat in 1610 voor het eerst dividend werd uitgekeerd. Wegens gebrek aan liquiditeiten werd besloten dat de dividenduitkering ter waarde van 75% van het nominale kapitaal zou geschieden in foelie.⁹⁶ Deze uitkering leidde ertoe dat de aandelenkoers de weg naar boven hervond. De *baisse*-speculanten, die immers moesten voldoen aan hun verkoopverplichtingen tegen lage koersen, kwamen hierdoor in grote problemen; een aantal van hen is hierdoor zelfs gefailleerd.⁹⁷

In de hierop volgende jaren vonden nog verschillende dividend-uitkeringen plaats, ten dele in natura, ten dele in contanten.⁹⁸ In totaal werd gedurende het eerste Octrooi 200% over het nominale kapitaal uitgekeerd, hetgeen, uitgaande van een juiste waardering van in natura uitgekeerde goederen, neerkomt op ongeveer 7,5% per jaar.⁹⁹

2.1.3 *Het activisme van de dolerende participanten*¹⁰⁰

55 Inleiding. De meeste participanten legden zich erbij neer dat in 1612 geen rekening en verantwoording werd verschaft. Toen deze tien jaar later andermaal uitbleef, leidde dit tot een verhit conflict tussen bewindhebbers en participanten. De positie voor participanten was dan ook verre van ideaal. Vooreerst stond publiek/private karakter van de VOC eraan in de weg dat het beleid uitsluitend werd gevoerd vanuit een commercieel perspectief.¹⁰¹ Anders dan de participanten beschikten de Staten-Generaal en andere publieke

95. Von Nordenflycht 2011; Gaastra 2009, 24. Vgl. ook Gelderblom 2009, 232–240, die de financiering van de VOC en de EIC in deze periode vergelijkt en nog andere redenen geeft waarom de VOC kapitaalkrchtiger was dan haar Engelse concurrent.

96. Gedroogde zaadmantel van de nootmuskaat.

97. Van Dillen 1930, 22 e.v.

98. Over geschillen over de (waardering van) uitkeringen in contanten: Frentrop 2002, 83; Gaastra 2009, 23; Den Heijer 2005, 87–88.

99. Frentrop 2002, 83; Frentrop 2013, 72. In dezelfde periode daalde de obligatierente van 8% naar ongeveer 5,5%. (Gelderblom & Jonker 2004, 663)

100. Over deze episode heb ik eerder geschreven (De Jongh 2011a en De Jongh 2009a).

101. Gelderblom, De Jong & Jonker 2011.

HOOFDSTUK 2

autoriteiten wel over voldoende middelen om de bewindhebbers zodanig te disciplineren dat zij het algemeen belang niet uit het oog verloren. Ten tweede bleek het Octrooi 1602 bron van nieuwe *agency*-problemen; het betrof met name de beloning van bewindhebbers. Ten derde bevatte het Octrooi 1602 minder disciplineringsinstrumenten dan bij de voorcompagnieën, omdat de compagnie niet langer meer na ommekomst van een reis werd ontbonden. Het Octrooi 1602 bevatte geen disciplineringsinstrumenten die hiervoor in de plaats kwamen. Ten vierde bleken de beperkte mechanismen die in het Octrooi waren neergelegd – de tienjarige rekening en mogelijkheid om na tien de inleg terug te vragen – ineffectief.

Het gevolg was dat de participanten nauwelijks instrumenten hadden die konden waarborgen dat hun belangen in acht werden genomen. Zij waren niet betrokken bij de vaststelling van de beloning van bewindhebbers die voor het leven waren benoemd. De participanten hadden geen andere zeggenschapsrechten. De bewindhebbers waren niet persoonlijk aansprakelijk voor handelingen verricht in hun hoedanigheid; bewindhebbers hadden een monopolie op informatie. Hoewel participanten hun belang konden overdragen, bestond er nog geen *market for corporate control* die een disciplinerende functie kon uitoefenen. Daar kwam bij dat de beurshandel in aandelen in wezen niet gereguleerd was, terwijl het Octrooi 1602 niet verbood dat de VOC handel dreef met de bewindhebbers in privé. Voorts werd na 1620 geen dividend meer uitgekeerd, terwijl de koers sindsdien sterk was gedaald zodat veel van de participanten hun aandelen niet zonder verlies konden verkopen.¹⁰² *Exit* noch *voice* bleek voldoende voorhanden.

De directe aanleiding voor het aandeelhoudersactivisme in 1622 was tweeledig. Ten eerste bleken de bewindhebbers van de VOC van plan om voor f 1.000.000 deel te nemen in de nieuw op te richten WIC. De participanten waren het er niet mee eens dat zij hierdoor indirect participeerden in de WIC, zonder dat zij op deze participatie zelf invloed konden uitoefenen.¹⁰³ Ten tweede waren de bewindhebbers in 1622 opnieuw niet van plan om rekening en verantwoording af te leggen, terwijl zij de Staten-Generaal wel verzochten om het Octrooi met 50 jaar te verlengen. Deze twee gebeurtenissen leidden tot een opstand van ontevreden participanten, *dolerende participanten* of *doleanten* genoemd.

Hoewel er veel overeenkomsten bestaan tussen de klachten van Le Maire in 1609 en die van de doleanten, zijn er ook belangrijke verschillen. Anders dan Le Maire beoogden de dolerende participanten niet het einde van de VOC. Hun activisme was er veeleer op gericht om rekening en verantwoording te krijgen, om aan bepaalde misstanden een einde te maken en om de machtsbalans binnen de VOC te wijzigen.

102. De koers was hierdoor gedaald van 250% (1620) naar 165% (1622) (Van Rees 1868, 147).

103. Van Rees 1868, 148; *Nootwendich Discours*, 27.

Omdat de doleanten niet konden rekenen op de steun van de bewindhebbers, zochten ze die bij de Staten-Generaal. Zij probeerden deze voor zich te winnen door de publieke opinie zodanig te beïnvloeden, dat de Staten-Generaal hun klachten eenvoudigweg niet konden negeren. Bovendien probeerden de doleanten de oprichting van de WIC te bemoeilijken, opdat de Staten-Generaal gedwongen zou worden hun klachten serieus te nemen.¹⁰⁴ Daartoe uitten de doleanten hun grieven in een groot aantal polemische pamfletten.¹⁰⁵ Deze werden anoniem gepubliceerd en bevatten gedetailleerde informatie over zelfverrijking en andere misstanden bij de VOC.¹⁰⁶ De activisten hoopten dat het publiek hierdoor zou worden afgeschrikt om te investeren in de WIC; zoals in § 2.2 zal blijken vertoonde de organisatie van de WIC veel overeenkomsten met die van de VOC.

Deze strategie bleek effectief, want de WIC had inderdaad moeite het benodigde kapitaal te vergaren, ondanks dat het WIC Octrooi van 1621 de (hoofd-)participanten enige zeggenschap gaf bij de benoeming van bewindhebbers. Dit rechtvaardigt het vermoeden dat de participanten veel steun genoten bij het beleggende publiek. De geringe belangstelling van beleggers in de WIC leidde tot een uitbreiding van het handelsmonopolie van de WIC in juni 1622 en een versterking van de zeggenschap van WIC-participanten op 13 februari en 21 juni 1623. Deze wijzigingen van het WIC Octrooi vonden plaats op hetzelfde moment als het activisme van de doleanten: zo werd op 22 juli 1622 een van de belangrijkste pamfletten, het *Nootwendich Discours*, door de Staten van Holland verboden. Op 22 december 1622 besloten de Staten-Generaal om het VOC Octrooi te verlengen; op 13 maart 1623 werd het andermaal gewijzigd om enigszins tegemoet te komen aan de verdere klachten van de dolerende participanten. Ook inhoudelijk bestaat er een nauw verband tussen de oprichting van de WIC en de wijzigingen van het VOC Octrooi: regelmatig waren de eisen van de doleanten rechtstreeks ontleend aan het WIC Octrooi, terwijl sommige eisen van de activisten bij de VOC werden geweigerd, maar bij de WIC werden ingewilligd.

Er zijn aanwijzingen dat de participanten op de nodige sympathie bij de Staten-Generaal konden rekenen. De bewindhebbers hadden echter een

104. Frentrop 2002, 101.

105. De door mij geraadpleegde pamfletten zijn opgenomen in de Knuttel 1978, nrs. 3345–3356, 3585a, 3585b en Bibl. Thijsiana te Leiden, Thyspf. 2950, 3023–3028, 3031, 3118–3127. De pamfletten uit de Knuttel-catalogus zijn gedigitaliseerd door de Koninklijke Bibliotheek en voor pashouders via www.kb.nl toegankelijk onder de The Early Modern Pamphlets Online (TEMPO).

106. Volgens Van Rees 1868, 149 zijn het *Nootwendich Discours* en het *Tweede Nootwendiger Discours* geschreven door Simon van Middelgeest. Volgens Van Dillen 1958, 139 participeerde deze met f 900 in de VOC. Zeker is dat Van Middelgeest behoorde tot de dolerende participanten, want hij was betrokken bij de onderhandelingen over de verlenging van het Octrooi 1602 (Roelevink VI (1989), no. 492). Zijn naam komt bovendien herhaaldelijk voor in de pamfletten die berusten in de Bibl. Thijsiana.

invloedrijke bondgenoot: de Staten van Holland, de machtigste provincie vertegenwoordigd in de Staten-Generaal.

56 Geen rekening en verantwoording. Directe aanleiding voor het activisme was zoals gezegd het andermaal uitblijven van verantwoording.¹⁰⁷ De woede werd versterkt doordat bewindhebbers bovendien de Staten-Generaal verzochten het Octrooi met vijftig jaar te verlengen.¹⁰⁸ De doleanten meenden daarom dat eerst een voldoende financiële verantwoording moest worden afgelegd, voordat kon worden besloten tot verlenging van het Octrooi 1602:

‘U Edel Hoog Mogende Heren kunt uit het bovenstaande concluderen, dat de participanten goede gronden hebben om te klagen over de bewindhebbers en om van hen een behoorlijke verantwoording te eisen, voordat hun bewindhebberschap kan worden voortgezet. Want uit de financiële verantwoording zal hun goede of slechte administratie blijken. Dan zal ook blijken hoe ongerijmd en onbeschaamd zij zich van hun taken hebben gekweten, reden waarom ze eerst voortzetting van het Octrooi verzoeken, alvorens ze door middel van een deugdelijke verantwoording hebben bewezen dat hun administratie op orde is. Hieruit blijkt wel dat ze proberen om onder een behoorlijke verantwoording uit te komen en trachten voortzetting van het

107. *Nootwendich Discours*, 6: ‘Financiële verantwoording is uitgebleven. Alles is duister gebleven en er is nooit iets voor de dag gekomen dan uitstel en uitwegen in plaats van het rekenboek dat ze, zo vermoeden we, met spek hebben ingesmeerd en dat door de honden is opgegeten. Men zegt dat alleen hij die iets te verbergen heeft zich schuil houdt. Maar een eerlijke verantwoording kan de zonneschijn toch wel verdragen. Toen onze voorouders Adam en Eva zich schuil hielden en zichzelf achter de vijgenbladeren trachtten te verbergen, wisten zij aan God geen verantwoording af te leggen over de appelbeet. Nu geven de Doleanten aan iedereen te denken of op deze manier alle achterdocht wordt weggenomen uit de harten van vrome mensen.’ (*Tis niet geschiet. Al duysternis/ noyt yets voor den dach gekomen/ dan’t Futselboek in plaats van’t Rekenboek/ dat sy met Speck moeten besmeert hebben/ en van de Honden soo wy dencken gegeten is. Niemand schuyt seymen of hy is vuyl/ een suyver Rekening kan wel Sonneschijn verdragen. Doen onse Voorouders Adam en Eva schuylden/ en haar selven achter de Vijgenbladeren sochten te verduysteren/ wisten sy Gode geen Rekenighe van den Appel-beet te doen. Nu geven de Doleanten yder een te bedencken/ of sulcken maniere van doen/ een middel is/ om alle quaat achterdocht/ uyt vrome luyden herten te nemen.*)

108. *Vertoogh*, 7–8: ‘Zo hebben ze het de participanten niet toegestaan aanwezig te zijn bij de jaarlijkse rekening, opdat zij het mysterie van hun plotselinge rijkdom niet te weten zouden komen (...). Ze hebben zelfs nog verzocht om het Octrooi met 50 jaar te verlengen, om hun goedbetaalde baantjes langer te kunnen uitoefenen en om pas in het hiernamaals rekening en verantwoording af te leggen aan de kleinkinderen van de participanten.’ (*[S]oo en hebbense de Participanten niet toegelaten, over de Jaerlickse Reeckeninghe te moeghen staen, op datse de Mysterien van haer subite Rijckdommen niet en souden komen te weten (...). Soo hebbense noch prolongatie van vijftich Jaren versocht/ om in die profijtelicke Officie gecontinueert te worden/ om als dan eerst aen de Participanten kindts kinderen in d’ander Werelt de generale Reeckeninge te doen.*)

Octrooi te verkrijgen door te beloven daarna verantwoording af te leggen. Op dat moment zullen ze genoeg mogelijkheden hebben om deze te traineren zodat er nooit meer een verantwoording zal volgen. Dit is in strijd met het gebruik van alle rechtgeaarde *factoren* of *bewindvoerders* die zijn belast met het beheer van andermans goederen (zoals de bewindhebbers) en die op ieder moment bereid zijn om naar tevredenheid van hun principalen verantwoording af te leggen zo vaak als hun principalen daarom vragen teneinde geen verdenkingen of achterdocht te koesteren. Want een eerlijke persoon is zeer gesteld op zijn eer en goede naam en kan niet verdragen dat kwaad over hem wordt gedacht. Naar het schijnt letten de bewindhebbers niet zo op hun goede naam, zo lang ze maar mogen blijven beschikken over andermans goederen, hetgeen door U Edel Mogende autoriteit in deze vrije landen niet mag worden toegestaan (...).¹⁰⁹

57 Zelfverrijking en tegenstrijdige belangen. Naast het uitblijven van verantwoording en het verzoek tot verlenging van het Octrooi, waren de veelvuldige *sinistre verrijck-practijcken* en de *onversadelicke Giericheyt* van de *Gier-aasige Gewinhebbers* een doorn in het oog van de dolerende participanten. De bestuurders zouden erop uit zijn *alleenlijck maar Ghewin-hebbers Provisien te vergrooten/ niet siende hoet met de Participanten gaat. In een andere Mans oor is te snijden/ als in een Vilt-hoedt*.¹¹⁰ Zij vergelijken de plotselinge rijkdom met *Campernoellien/ [die] op eenen nacht gewassen [schijnen] te zijn*.¹¹¹

109. Vertooch, 10: '[U]yt dit voorverhaelde (...) kan U.Ed.Hog.Mog. oordeelen/ hoe rechtveerdige oorsaecken dat de Participanten hebben over de Bewinthebbers te doleren, ende van haerlieden te eyschen Reeckeninge in debita forma, al eer datmen van haer in't Bewinthebberschap te continueren, behoort te spreeken/ want uyt de Reeckeninge sal haer goede oft quade Administratie blijcken/ ende hoe ongerijmt ende onbeschaemt dat het van haer gedaen is/ datse durven eerst Continuatie versoeken/ al eerse door het doen van deuchdelicke Reeckeninge hebben bewesen well geadministreert te hebben: het welck een teycken is/ datse het doen van behoorlicke Reeckeninge soecken te ontgaen/ ende komende continuatie verkrijgen op belofte van daer nae Reeckeninge te doen/ datse als dan middel genoeg sullen hebben/ om de selve soo te traineren/ datter nimmermeer wat van komen sal/ het welck strijdt tegen het doen van alle oprechte Factours oft Administrateurs over ander Lieden goederen/ ('twelck de Bewinthebbers zijn) de welcke tot allen uyren bereyt zijn/ hare principalen tot Contentement, Reeckeninge te doen/ so dickwils alsse 'tselve van haer versoeken/ om buyten alle suspitie ende achterdocht te wesen/ want eerlicke luyden zijn jalours van haere eere ende goede Naem ende Faem/ niet konnende verdraeghen/ dat men eenich quat bedencken van haer soude hebben/ daer (soo het schijnt) de Bewinthebbers niet veel op een passen/ alsoo maer in't besit van ander Liede goeden mochten blijven/ het welck door U.Ed.Mog. autoriteyt kan ende behoort in dese vrije Landen niet gepleecht en mach worden (...).'

110. Nootwendich Discours, 39.

111. Nootwendich Discours, 13.

Tegenstrijdige belangen kwamen in verschillende situaties voor. Zo wordt op diverse plaatsen in de pamfletten gesteld dat bewindhebbers goederen tegen te lage prijs van de VOC kochten, waarbij de VOC soms zelfs de eigen verkoop opschortte, totdat bewindhebbers hun eigen goederen hadden verkocht.¹¹² In het *Tegen-vertooch* hebben de bewindhebbers gerepliceerd dat het Octrooi de bewindhebbers niet uitdrukkelijk verbiedt om te handelen met de Compagnie en ontkennen zij misbruik van hun positie.¹¹³ De schrijver van het *Nootwendich Discours* is hierdoor niet overtuigd. Ter onderbouwing van zijn stelling dat bewindhebbers niet mogen handelen met de compagnie doet hij in de eerste plaats een beroep op de billijkheid. Daartoe zoekt hij naar vergelijkbare situaties waarin iemand is belast met het beheer over andermans goederen. Hieruit concludeert hij dat een bewindvoerder niet of slechts onder stringente voorwaarden mag handelen met zichzelf:

‘Het is voldoende dat de bewindhebbers goed betaald worden en dat zij zich kunnen inbeelden heren te zijn. Zij zullen hierop natuurlijk antwoorden dat het hun in het Octrooi niet uitdrukkelijk is verboden [om met de VOC te handelen]. Dient voor antwoord: Uit het feit dat iets niet uitdrukkelijk is verboden vloeit niet voort dat het is toegestaan. Men moet in een dergelijk geval aan de hand van de billijkheid of onbillijkheid van het desbetreffende

112. *Vertooch*, 7: ‘Ook hebben ze het bestaan om de goederen van de participanten van elkaar te kopen, hetgeen strijdt met het gebruik van iedereen die het bewind voert over andermans goederen. Het feit dat ze elkaar wederzijds voordeeltjes bezorgen kan men uit het volgende afleiden. Soms, als ze een partij zijden waren verkopen en deze aan kooplieden hebben toegedacht, verkopen ze deze waren eerst aan elkaar zonder op deze kooplieden te wachten of naar hen te luisteren, en wel voor een prijs die een/derde lager is dan de prijs die deze kooplieden ervoor zouden willen betalen. Vervolgens verkoopt de bewindhebber, die deze waren van zijn compagnons heeft gekocht, de waren direct door aan diezelfde kooplieden, en wel voor een prijs die een/derde hoger is dan hij ervoor betaald had, waardoor hij er 33% op verdient zonder geld te investeren of risico te lopen. Zo kunnen ze, zonder een lange en gevaarlijke reis naar Oost-Indië te ondernemen, binnen enkele uren een zeer profijtelijke Oost-Indië reis maken.’ (*Oock hebbense boven dien haer selven aenghenomen de vryheyt der goederen der Participanten van malkanderen te kopen/ mede teghens het ghebruyck van alle eerlicke Administrateurs van ander Lieden goederen/ wat slage datse malkanderen reciproquelyck hier in voeghen/ kanmen hier uyt besluyten/ dat altemet als sy partie Sijde waren sullen verkopen/ ende sy daer op Coopliden hebben bescheiden/ datse sonder de selve Koopliden te verwachten of te hooren spreecken/ de selve Sijde waeren aen malkanderen verkopen/ omtrent een derdepart beter koop/ als de selve Koopliden daer vor souden hebben willen gheven. Alsoo dat den Bewinthebber die de voorseyde waeren van sijn Confratres gekocht hadde/ datelick de selve aen de voorseyde Koopliden wederom verkocht/ een derdepart duerder als hy die gekocht hadde/ ende sonder eenich gelt te verschieten oft Risico te loopen omtrent drie-endertich ten hondert daer op verdiende. Alsoo dat se/ sonder nae Oost-Indien te varen/ daer toe dat een lange reyse ende groot perijckel vereyscht wordt/ sy in eenige uyren tijts eene seer profijtelicke Oost-Indische reyse (...) konnen doen (...)*) Zie voorts *Tweede Nootwendiger Discours*, 70.

113. *Tegen-vertooch*, 4–5.

geval vaststellen of het geoorloofd is. Aangezien het door de hele wereld als onbillijk wordt beschouwd, is het uitdrukkelijk in het Octrooi van de WIC verboden. Net als het de heren van de Admiraliteit verboden is te kopen van of verkopen aan de Admiraliteit. Voorts is het voogden of curators verboden goederen te kopen die onder hun bewind, resp. curatele staan, tenzij dit geschiedt op een openbare veiling, wat ook hier kan worden toegestaan. Hieruit volgt wel dat het tegen de stilzwijgende mening van het Octrooi is. Maar de winst die onze bewindhebbers hierdoor genieten, heeft hun oordeelvermogen zodanig aangetast, dat deze vrome heren uit onnozelheid de strekking van het Octrooi niet hadden begrepen, maar uitsluitend hun eigen belang hebben gediend en hiermee nog wel verder zouden willen gaan.¹¹⁴

Het informatiemonopolie van de bewindhebbers gaf hen een bijzondere positie op de aandelenmarkt die immers nauwelijks was gereguleerd. De bewindhebbers maakten handig gebruik van hun informatievoorsprong: aangezien de VOC geen resultaten publiceerde, handelden beleggers dikwijls op basis van onbevestigde berichten. Volgens de doleanten maakten de bewindhebbers hiervan misbruik door zelf onjuiste informatie te verspreiden onder het onwetende publiek; deze waren positief of negatief, al naar gelang hun eigen *short-* of *long-*posities:

‘Het is bekend dat ze de participanten kunnen misleiden en hen kunnen wijs maken hetgeen zij willen, waarmee ze hen steeds een blinde kaart laten spelen. Nu eens stellen ze de zaken van de compagnie positief voor, om de participanten tot aankoop van aandelen te bewegen; dan doen ze weer voorkomen dat de zaken slecht gaan, om de participanten bevreesd te maken, om op die manier de aandelenpakketten die bewindhebbers zelf nooit hadden, maar wel op termijn hadden verkocht, tegen een gunstige prijs

114. *Nootwendich Discours*, 13: ‘Tis de Bewinthebbers ghenoech/ dat sy de groote Gagen strijcken/ en haar selven evenwel inbeelden konnen Heeren te zijn. Dat sy nu hier op willen seggen/ ‘tis haar int Octroy niet verboden. Dient voort Antwoort. Datmen uyt sulx niet kan besluyten/ dat het daarom toegelaten is. Men moet in sulcken geval acht nemen op de Billijckheyt ofte Onbillijckheyt der saacken/ ende daar naar oordeelen oft gheoorloft is. Maar door dat het by al de Werelt voor onbillijck wort gehouden/ is het Expresselijck in ‘t Octroy van de West-Indische Compagnie verboden. Gelijck oock de Heeren van de Admiraliteyt/ het kopen ende Verkopen van/ ende aan/ de Admiraliteit/ verboden is. De beschreven Rechten verbieden mede/ alle Voochden oft Curateurs/ de Kopinge der Goederen/ onder haar bewint en Curatele staande/ ten zy by openbaren opslach/ dat hier oock konde toegestaan worden. Waar uyt men wel vermerckt/ dat het stil-swijgens tegens de meeninghe van ‘t Octroy is. Maar het profijt dat onse Bewinthebbers daar door genieten/ heeft haar oordeel soo verslecht/ dat sy Vromelieden uyt onnoselheyt den Sin van ‘t Octroy niet hadden gevat/ maar hebben simpelijck haar eyghen besten ghesocht/ ende souden soo noch wel willen voortvaren.’

op de expiratedatum te kopen. Daarmee ruïneren zij de participanten en trekken zij uiteindelijk alles naar zich toe als absolute heersers van Oost-Indië. O onbeschaamde knechten! Het is tijd dat de Heren Staten-Generaal deze zaak ter hand nemen (...)’¹¹⁵

De beschuldigingen lijken op enige grond te berusten, want in een antwoord van de bewindhebbers ontkennen deze niet dat zij hebben gehandeld in aandelen.¹¹⁶ Zonder in te gaan op de beschuldiging dat ze valse geruchten zouden hebben verspreid, stellen de bewindhebbers slechts dat de pot de ketel verwijt en dat doleanten (ook) heel gierig zijn. Indien de bewindhebbers, evenals Le Maire in 1609, inderdaad hebben gespeculeerd op koersdalingen en daarmee kwade geruchten niet hebben geschuwd, dan zou dat kunnen betekenen dat de bewindhebbers een persoonlijk belang hadden bij een *daling* van de koers. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de participanten tegen deze bijzondere vorm van tegenstrijdig belang bezwaar aantekenden.¹¹⁷

Tegenstrijdige belangen tussen bewindhebbers en de VOC werden verder versterkt door de wijze waarop bewindhebbers werden beloond. Blijkens art. 29 Octrooi 1602 bedroeg het totale salaris van bewindhebbers 1% van de uitrustingskosten en 1% van de winsten. Dit bedrag werd volgens een vaste verdeelsleutel verdeeld onder de bewindhebbers van de verschillende kamers.¹¹⁸ Art. 29

115. *Nootwendich Discours*, 17: ‘[B]ekent is datse de Participanten dies aangaande konnen blind-hocken/ en wijs maken ‘tgeene sy willen/ latende haar gestadich de blinde kaart speelen. D’een tijt den Staat van de Compagnie groot makende/ om de Participanten tot dier inkopen te bewegen/ en d’ander tijt klein/ om haar verveert te maken/ om alsoo de Partijen die de Bewinthebbers te vooren daar noyt in hielden/ maar nochtans op levering/ dieruyt verkocht hadden/ wederom goeden koop teghens het verschijnen van den Lever-dach in te kopen. Ruynerende alsoo de Participanten/ en alles eyndelijck aan haar/ als absolute Heeren van Oost-Indien treckende. O onbeschaamde Knechten! Tis tijt dat de Heeren Staten-Generaal/ de sake by de handt nemen (...)!’

116. *Tegen-vertooch*, 6–7.

117. *Korte Aenwysinge*, 6: ‘Ook kan men zich voorstellen hoe de bewindhebbers trachten winst te maken ten koste van de participanten, wanneer zij meer aandelen in de Compagnie verkopen dan zij bezitten. Hierdoor verlangen zij heftig naar het ongeluk van de Compagnie om op de expiratedatum de aandelen weer goedkoop te mogen inkopen om op die manier winst te maken met de verliezen van de Compagnie. Het laat zich raden hoezeer zulke bewindhebbers de voorspoed van de Compagnie bevorderen (...).’ (*Oock kanmen dencken hoe die Bewinthebbers der Participanten profijt soecken/ die haer werck maecken van actien op tijt te verkopen/ meer als sy inde Compagnie participeren/ ‘twelck haer doet haecken nae de qualick-vaert van de Compagnie/ om tegens den verval-dach de selve actien wederom goet koop te mogen inkopen/ ende alsoo uyt der Compagnie schade/ profijt te trecken/ hoe seer dat sulcke Bewinthebbers de welvaert van de Compagnie behertigen/ is wel te bedencken (...).*)

118. De Amsterdamse kamer kreeg ½, Zeeland ¼, de kamers aan de Maas en in het Noorderkwartier ieder ⅙.

Octrooi 1602 stimuleerde daarom niet alleen een zo hoog mogelijke winst, maar ook een maximale omzet. Misschien beoogden de Staten-Generaal hiermee een expansieve koloniale politiek te belonen, ook indien deze niet winstgevend was.

De bepaling schiep verschillende mogelijkheden tot misbruik. Ten eerste leidde de bepaling dat het salaris niet per bewindhebber maar per kamer werd vastgesteld er soms toe dat opengevallen bewindhebbersplaatsen niet werden vervuld, opdat de winsten onder minder bewindhebbers konden worden verdeeld.¹¹⁹ Ten tweede zal het feit dat de vergoeding van de bewindhebbers hoger was naarmate de kosten van de scheepsuitrusting stegen niet hebben bijgedragen tot zuinig inkoopbeleid. Indien een bewindhebber bovendien uitrustingsgoederen tegen te hoge prijs verkocht aan de compagnie kon hij zo een dubbel voordeel genieten. Volgens het *Nootwendich Discours* gebeurde dit dan ook op grote schaal,¹²⁰ terwijl de beloningsstructuur eveneens verklaarde waarom de VOC nodeloos grote schepen liet bouwen.¹²¹ Andere vormen van

119. Van Brakel 1908, 133.

120. *Nootwendich Discours*, 14–15: ‘Ten vierde komen we bij de levering van goederen voor de uitrusting van schepen. Hier spelen onze wel betaalde directeurs een duister spel (...); zij hebben een geheime route naar de goudmijnen gevonden. Die route voert echter niet door de Straat van Magelhaen, waar zij het geld van de compagnie hebben zoekgemaakt. Nee, zij verkopen gezouten vlees, (...) kabels, touwen, zeilen, ankers, wijn, brood, beschuit (ook indien dit beschuit al een eerdere reis heeft gemaakt), bonen, erwten, gort, zij bouwen schepen, leveren geschut, kruit, lonten, lood etc. Iedere bewindhebber verkoopt iets om zo veel mogelijk winst te maken. (...). Maar waarom, mijn lieve heren bewindhebbers, koopt u niet goederen in het openbaar en van diegene die bereid is de laagste prijs te accepteren? Dit zou wel eens een derde van de constructiekosten van de schepen kunnen schelen.’ (*Ten vierden/ het Punt van de Leveringe/ dienende tot uytrustinge der Schepen/ hier gaan onse Gegagieerde Heeren Bewinthebbers/ groote streecken en treeken/ (...) hier hebben sy gevonden eenen korten wech tot de Gout-mijnen/ niet deur de Straat van Magellanes, daar sy’t uytgesondene Capitaal t’soecken ghemaackt hebben. Maar alleenlijck aan Leverancien/ van Ossen en Sout/ (...) Cabels/ Touwen/ Seylen/ Anckers/ Wijnen/ Broot/ Beschuyt/ al heeft het te vooren op een Reys geweest/ Bonen/ Erten/ Grutten/ Bouwen/ van Schepen/ Geschut/ Kruyt/ Lonten/ Loot/ etc. Yder levert wat/ daar hy hem best op verstaat/ om profijt te doen (...). Maar waarom niet mijne Lieve Heeren Bewinthebbers/ dese Leverancien/ opentlijck aengehslagen voor alle Man diese best/ en besten koop leveren willen/ twelck in’t bouwen van Schepen wel een derdendeel verschelen soude.*)

121. *Korte Aenwysinge*, 7: Het is moeilijk te schatten hoeveel schade de Compagnie heeft geleden door zo veel grote en dure schepen te timmeren: iedere kamer probeert de grootste schepen te bouwen om deze met veel goederen uit te rusten en grote winsten weer in zijn kamer te krijgen en daarmee veel provisie te genieten. Want men had het wel met veel kleinere goedkopere schepen kunnen stellen en het geld in de handel gebruiken of om leningen af te lossen. Die grote dure schepen zijn vervolgens gedeeltelijk in Oost-Indië gebruikt om zelfs hout en stenen te vervoeren ten behoeve van de bouw van Fort Jakatra. Sommige schepen zijn daarbij vergaan, waardoor men met de helft van de grote schepen had kunnen volstaan voor de handel tussen Oost-Indië en hier.’ (*Voorts wat schade de*

HOOFDSTUK 2

tegenstrijdig belang traden op bij het afsluiten van zogenaamde bodemerijcontracten, een in de 17^e en 18^e eeuw veel voorkomende combinatie van financiering en verzekering.¹²²

Illustratief voor de tegenstrijdige belangen is de anekdote over een bewindhebber, voor wie het normale honorarium niet voldoende was en die ervan werd beschuldigd zaken van de VOC letterlijk in eigen zak te hebben gestoken. Het ging om een gouden crucifix dat deel uitmaakte van de inventaris van een *kraak*, een zeilschip, dat de VOC had buitgemaakt. De broekzak bleek niet berekend op het gewicht van het crucifix, aldus het *Tweede Nootwendiger Discours* dat op sarcastische wijze verslag doet van deze ‘exhibitionistische zelfverrijking’:

‘Bij het inspecteren van de goederen van de veroverde kraak had een zekere bewindhebber een gouden keten waaraan een zwaar gouden crucifix hing zonder nadenken in zijn zak gestoken. Aangezien men voor zijn naaste altijd het beste moet hopen, ga ik ervan uit dat hij het per ongeluk deed en meende dat hij zijn zakdoek in de hand had. Maar zijn broekzak, die op zo’n zware last niet berekend was, scheurde open waardoor de gouden crucifix met een deel van de keten onder uit zijn broek kwam te hangen. Zijn collega zag met medelijden aan, dat hij niet in staat was zijn kruis te dragen en realiseerde zich dat eenieder diens edele delen kon zien. Bedeesd en half beschaamd is de collega op de bewindhebber toegestapt en vermaande hem dat zijn hemd

Compagnie gedaen is/ door het timmeren van soo veel groote kostelicke Schepen/ elcke kamer om grootste al om groote equippagien te doen/ ende groote Retoeren wederom elck in zijn kamer te bekommen/ om alsoo veel provisien te genieten/ is qualick te estimeren/ want men hadde het met veel kleynder onkostelijcker schepen wel kunnen doen/ ende het gelt inde Negotie gebruycken/ oft de penningen die in deposito genomen zijn/ daer mede afleggen/ welcke groote kostelicke schepen ten deel in Oost-Indien gebruyckt werden/ om hout ende steen te halen/ tot het maecken vant Fort Jacatra/ ende eenige vergaen aldaer/ alsoo datment met de helft vande groote schepen om tusschen Oost-Indien ende hier te ghebruycken wel hadde kunnen doen.) De doleanten verwijzen hier naar de kosten die gepaard gingen met de herbouw van Batavia en het fort Batavia na de vernietiging van Jakatra door J.P. Coen.

122. De bodemerijgever leende geld aan de compagnie, waarmee deze de uitrusting van een schip kon financieren. Na behouden terugkeer kreeg de bodemerijgever zijn geld terug, vermeerderd met een tevoren overeengekomen opgeld. Verongelukte het schip, of werd het gekaapt, dan verloor de bodemerijgever zijn geld. Weliswaar was de bodemerij voor de bewindhebbers niet zonder risico, maar dat werd goedge maakt door het hoge opgeld dat zij bedongen. Dit opgeld kon in tijden van oorlog tot 50% van de leensom bedragen. Op die manier konden de bodemerijgevers een groot deel van de winsten genieten (Den Heijer 2005, 85, 137).

uit zijn broek hing. De bewindhebber bloosde, maar nam toen zijn kruis weer op en liep verder. Veeft op die manier uw mond goed af en beweert dat u niet gegeten hebt!’¹²³

58 Wijzigingsvoorstellen. Op de korte termijn wensten de doleanten een dividenduitkering in de vorm van kruidnagelen¹²⁴ en een financiële verantwoording conform de bepalingen van het Octrooi 1602. Een andere eis was dat de beloning zou worden aangepast, opdat het risico op belangenverstrengeling zou worden verminderd.¹²⁵ Tevens beoogden de doleanten de zeggenschapspositie van de participanten te versterken. Zij toonden daarin hun pragmatische kant, getuige hun gematigde voorstellen. Zo stelden zij niet voor dat alle aandeelhouders maar dat slechts hoofdparticanten – participanten die op grond van hun belang in aanmerking komen voor het bewindhebberschap – invloed op de benoeming van bewindhebbers zouden krijgen. Deze eis voedt de veronderstelling dat het vooral grootaandeelhouders waren die protesteerden tegen de gang van zaken in de compagnie. De doleanten eisten bovendien geen rechtstreeks benoemingsrecht op; zij verzochten slechts om een voordracht tot benoeming, welke uiteindelijk zou geschieden door de plaatselijke of provinciale magistraten. Voorts verzochten zij niet dat participanten het recht krijgen om bewindhebbers tussentijds te ontslaan, maar dat de bewindhebbers zouden aftreden krachtens rooster:

‘Voor wat betreft de wijziging van het Octrooi verzoeken de participanten in de eerste plaats dat de bewindhebbers niet langer voor onbepaalde tijd zullen

123. *Tweede Nootwendiger Discours*, 74: ‘In’t over-sien van de goederen der ver-overde Kraack hadt seker Bewinthebber/ ick dencke onverhoets/ meenende/ sijn Neusdoeck/ (gelijckmen van sijn even-naasten altoos ’t beste hoopen moet) in de handt te hebben/ een Gouden Keeten/ daar een swaar Gouden Kruys onder aan hinck/ in sijn Sack onbedocht ghesteeken. Maar sijn Sack met sulcken onghewoonen last overluden zijnde/ brack/ en is het Gouden Kruys met een Stuck van de Keeten/ onder uyt sijn Broeck komen te hangen. Sijn Confrater medogent siende/ dat hy niet machtich was sijn Kruys te dragen/ is soetkens beneffens hem ghetreden/ daar half in beschaamt zijnde/ en heeft hem heuslijck/ na sijn eer kijkende/ een ander mocht nae sijn goet sien/ vermaant/ dat sijn Hembt onder uyt hinck. ‘Welck hy oock over-zijds siende met Rootheyt ghewaar wiert. Maar nam doen ghevoechelijck sijn Kruys weder op/ en wandelde. Veeft op die manier maar u Mont/ en segt dat ghy niet gegeten en hebt.’

124. Roelevink V (1983), nrs. 4655, 4690B, 4702, 4704, 4707, 4712 en 4765; *Nootwendich Discours*, 39.

125. *Tweede Nootwendiger Discours*, 25: ‘[Wij verlangen] dat de bewindhebbers in plaats van een provisie een eerlijck honorarium wordt betaald, waarvoor zij de taken waarmee zij zijn belast nauwgezet moeten vervullen, en om de onbehoorlijke inhaligheid die ten grondslag ligt aan de overvloedige scheepsuitrustingen tegen te gaan.’ (*Dat de Bewinthebbers in plaatse van Provisie/ een eerlijck Tractament soude toegeleyt worden/ daarvoor sy oock van haar opgheleyde charge neerstelijck en geheel mosten waar-nemen/ om te beletten den onordentlijcken treck-lust van overtollige uytrustingen/ en uytsendingen van goederen.*)

HOOFDSTUK 2

aanblijven maar dat eerst een kwart van hen zal aftreden en vervolgens iedere twee jaar weer een kwart. De participanten verzoeken voorts dat de hoofdp participanten een voordracht tot benoeming mogen doen, en dat de benoeming geschiedt door Heren van de Staten van de desbetreffende provincie.¹²⁶

Verder wensten de doleanten meer toezicht op de dagelijkse bedrijfsvoering. Daartoe verlangden zij dat een afvaardiging van hoofdp participanten inzage in de boeken en toezichthoudende taken zou krijgen. Aan dit college zou een jaarlijkse verantwoording moeten worden afgelegd:

‘[Wij verlangen] dat er toezichthouders of commissarissen uit de hoofdp participanten zullen worden aangesteld die dagelijks toezicht zullen houden op de rekening voordat het mos erover groeit. Wij verzoeken dat aan hen ook jaarlijks een algemene verantwoording ter hand zal worden gesteld en dat binnen zes of meer jaren weer een algemene financiële afrekening zal worden opgemaakt, opdat de bewindhebbers met eer en zonder in opspraak te komen hun ambt mogen vervullen!’¹²⁷

126. *Copie van een brief*, 5: ‘Aengaende het redressement daer van is het principaelste dat de Participanten versoecken/ dat de Bewinthebbers voortaan veranderlick sullen zijn/ ende dat voor eerst een vierdepaert sal afgaen/ ende voorts alle twee jaren een gelijk vierdepaert/ ende dat de nominatie van de nieuwe aenkomende Bewinthebbers sal staen by de Hooft-Participanten/ ende d’electie by de Heeren Staten van den Lande.’ Dit voorstel komt nog in gewijzigde vorm in enkele andere pamfletten terug. Zo eiste het *Nootwendigh Discours* onder verwijzing naar het octrooi van de WIC dat $\frac{1}{3}$ van de bewindhebbers iedere twee jaar zal aftreden. In *Kort Onderricht*, 6 en *Tweede Nootwendiger Discours*, 25 worden de eisen weer aangescherpt en wordt geëist dat de participanten de bewindhebbers rechtstreeks moeten kunnen kiezen. Het *Nootwendich Discours* stelde overigens ook voor dat participanten die gezamenlijk $\frac{1}{60}$ van het kapitaal vertegenwoordigen gezamenlijk een van de 60 bewindhebbers kunnen aanwijzen – een fenomeen dat later als *cumulative voting* bekend zou worden.

127. *Kort Onderricht*, 6–7: ‘dat daer sullen opsienders gestelt worden/ of gecommiteerde uyt de Hooft Participanten die de reeckeninghe daghelijcx sullen oversien eert mosch daer over wast. Dat aen de selve oock een generale jaerlicxs ene rekeninge sal ghedaen worden/ ende binnen ses of meer jaren weder een ghegenerael slot sal ghemaect worden/ soo sullen de Bewinthebbers haer Ampt met eeren ende sonder opspraecke konnen ende moghen bedienen!’ In het *Tweede Nootwendiger Discours*, 25 scherpten de doleanten hun eisen aan en verlangden zij ‘dat zou worden bepaald dat de hoofdp participanten dagelijks inzage krijgen in de rekeningen van alle uitrustingen, alsmede van alle gekochte en verkochte goederen.’ (*Dat Hooft Participanten souden gheordonneert worden om van alle Wtreedingen/ Gekochte/ ende Verkochte goederen/ de Rekeningen daghelijcx te oversien.*)

Een andere eis betrof directe medezeggenschap over belangrijke besluiten. Uit diverse pamfletten blijkt dat het aangaan van leningen door de participanten niet positief werd gewaardeerd als gevolg van de rentelasten en het verhoogde risico op faillissement.¹²⁸ De schrijver van het *Tweede Nootwendiger Discours* was van opvatting dat uitsluitend de participanten bevoegd zijn om geld in te leggen: de bewindhebbers hadden volgens hem daarom niet de bevoegdheid om meer geld in de waagschaal te stellen dan de participanten zelf hebben gedaan. Gezien de risico's die zijn verbonden aan het aangaan van leningen, behoren volgens de schrijver de participanten te worden betrokken bij een besluit tot het aangaan van leningen:

‘De bewindhebbers hadden niet een rentedragende lening van 77 tonnen gouds zonder noodzaak mogen aangaan met als rechtvaardiging achteraf dat de bewindhebbers hoopten om hiermee een winstgevende zijdehandel op te zetten. Zij hadden hiervan zeker moeten zijn voordat zij een dergelijke last zonder advies of wetenschap van participanten op zich hadden genomen. Het is bovendien nog zeer de vraag of zij wel bevoegd waren en goede redenen hadden om dit te doen. Want iedere participant in de compagnie heeft zo veel ingelegd als hij zelf aan risico wilde lopen. Participanten hebben niet ingelegd datgene wat de bewindhebbers daarenboven naar eigen goeddunken, zonder uitdrukkelijke last hebben geleend. Zij zouden op die manier wel alle participanten en de gehele compagnie te gronde kunnen richten en failliet laten gaan. De participanten verzoeken dan ook dat deze ongelimiteerde macht om de compagnie te belasten wordt ingeperkt, tenzij de bewindhebbers hiervoor hoofdelijk garant staan. Want eigen handelen moet de handelende persoon zelf schaden, niet zijn tegenpartij (D.50,17,155). De bewindhebbers zijn hiertoe niet bevoegd, tenzij met advies, overeenkomstig de wil en voorgaande kennis van de participanten, hun principalen. De participanten nemen dan ook geen genoegen met zulke frivole excuses en smoesjes dat de lening is gecommuniceerd met zijne Prinselijke Excellentie en de Hoog Mogende Heren Staten-Generaal. Waarom zegt u niet dat u het hebt besproken met de participanten die hierbij direct belang hebben en die het hebben goedgevonden nadat u het te hunner kennis heeft gebracht (of beeldt u zich in dat het ver beneden uw stand is om met uw heren en meesters uw zaken te overleggen)? Waarom voert u, bewindhebbers, een drogreden aan? Want de goede Prins en de H.M. Heren Staten-Generaal gaan immers uitsluitend af op de informatie die u hen geeft en zij begrijpen bovendien niets van koophandel. Zij kunnen daarom eenvoudig worden misleid wanneer men hen de zaken anders presenteert dan zij zijn. U hebt kortom de toestemming op slinkse wijze verkregen. Hun toestemming kan u dan ook niet beschermen en kan evenmin de kracht aan de argumenten van de participanten ontnemen. De participanten

128. Over de financiering van de VOC door vreemd vermogen: Gaastra 2009, 24 e.v.

HOOFDSTUK 2

hebben bovendien nooit begrepen dat zij, door hun eigen geld in de compagnie in te brengen, zichzelf tot kinderen van het hof maakten en dat voortaan hun eigen middelen tot beschikking zouden staan van zijne Prinselijke Excellentie en de H.M. Heren Staten-Generaal. (...) Hierover spreekt de profeet Jesaja in het vijfde hoofdstuk als volgt.^[129] Wee degenen die zich huis na huis toe-eigenen, die akker na akker samenvoegen, tot er voor niemand meer ruimte is en zij alleen het land bewonen.¹³⁰

Bovenstaand pleidooi heeft uiteindelijk geen gehoor gevonden bij de wijziging van het VOC Octrooi, maar komt wel terug in het op 21 juni 1623 aangevulde WIC Octrooi. Daarin is namelijk bepaald *dat de Compagnie geene Penningen op interesse oft deposito sal mogen lichten/ dan met advijs ende consent van 't meerendeel der Bewint-hebberen ende Hooft-participanten.*

129. Jesaja 5:8.

130. *Tweede Nootwendiger Discours*, 34–45: ‘Want 77. Tonnen Gouts Interest sonder noot op te nemen/ namaals te willen excuseren met de hoope die Bewinthebbers hadden/ van den Zijden-handel te verkrijghen/ daar behoorden sy eerst van versekert gheweest te hebben/ eer sy sulcke groote lasten/ buyten der Participanten Raat/ of voorweten (...) op haar ghenomen hadden. Maar ‘tsal noch te Disputeren/ en te Bepleyten staan of sy de macht en Redenen met eenich Fondament ghehadt hebben/ om sulcx te doen. Want yder Participant in de Compagnie gheleyt heeft/ ‘tgeen hy avonturen wilde/ en niet wat Bewinthebbers extra-ordinaarlijck naar haar eygen goetduncken/ sonder expresse last op namen/ sy soudent soo doende alle de Participanten en de geheele Compagnie/ wel wy Noorder Son doen opstaan/ en insolvent maken. Welcke ongebreydelde Licentie/ en ongelimiteerde macht van belasten/ de Participanten ook versoecken/ voortaan de toekomende Bewinthebbers/ mach inghebonden/ besneden en besnoeyt worden/ of dat sy daar selver voor na rechten instaan. Nam factum cuique suum, non adversario nocere debet ff. De Reg. Iur. Bewinthebbers daar toe niet ghemachticht zijnde/ ten sy met advijs/ wil/ en voorweeten der Participanten hare Meesters. Welcke Participanten oock niet aannemen/ sulcke frivole/ en blauwe excusen. Wy hebbent met sijn Princelijcke Excellentie en de Ho.Mog.Heeren Staten-Generaal gecommuniceert. Maar waarom niet met de Participanten diet aangaat/ (ten waar ghy u lieden inbeeldet/ dat het verre beneden uwe Reputatie soude zijn/ met u Heeren en Meesters uwe saken t’overleggen) ende die hebbent op ons aangeven goet gevonden. Maar waarom Bewinthebbers seght gij daar niet by vals/ en onwaarachtig voorgeven. Want den goeden Prins/ en de H.M. Heeren Staten-Generaal/ als geen Brieven noch Advijsen krigende anders dan die ghylieden haar vertoont/ en geen Negotie verstaande/ sijn licht te abuseren/ wanneermen haar de dinghen/ aangheeft/ anders dan sy inder daat zijn/ sulck toestaan en consent/ hebt ghylieden/ subreptijff en obreptijff verkregen/ en kan u lieden niet beschermen/ noch de Participanten prejudiceren. Welcke Participanten oock noyt verstonden/ dat sy met haar middelen in de Compagnie te leggen/ haar selven Hoofsche kinderen maackten/ en dat namaals sy en hare privee middelen soudent staan/ tot dispositie van sijn Princelijcke Excellentie/ en de H.M. Heeren Staten Gheneraal. (...) Daar van de Propheet Esaias in’t vijfde Capittel alsoo spreekt. Wee! den geenen/ die het eene huys aan het ander trecken/ en eenen acker tot den anderen brengen tot dat daar gheen Ruym meer en zy/ en sy alleen het Landt besitten.’ Vgl. hierover tevens *Naerder Aenwysinghe*, 4.

Deze passage is niet alleen relevant met het oog op latere goedkeurings-rechten van aandeelhouders, maar illustreert ook hoe de werkelijke zeggenschapsverhoudingen lagen: belangrijke besluiten legden de Heren XVII ter goedkeuring voor aan de stadhouder en aan de Staten-Generaal, terwijl de participanten van iedere medezeggenschap verstoken bleven. De participanten waren zich wel bewust van de spanningen en de belangentegenstellingen die door publiek/private karakter van de VOC werden opgeroepen. Dat blijkt onder meer uit de wens dat een einde wordt gemaakt van het hybride karakter van de VOC als private handelsonderneming en verlengstuk van de koloniale politiek van de Staten-Generaal. Geïnspireerd door een voorstel van Usselinx om bij de WIC de commercie en staatszaken te splitsen stelden de doleanten voor om ook bij de VOC een dergelijke splitsing aan te brengen teneinde interne belangentegenstellingen te verminderen.¹³¹

‘[Wij wensen] dat een raad wordt geformeerd, bestaande uit juristen, militairen en andere gekwalificeerde personen om het beleid met betrekking tot de oorlog, justitie en de politie te bepalen, omdat zij daar meer verstand van hebben dan kooplieden, die zich uitsluitend met de koophandel, de equipage van de schepen en het financieel beleid zouden moeten bezighouden. (...) [Wij wensen voorts] dat uitsluitend in naam van de Staten-Generaal oorlogen worden gevoerd, omdat bevelhebbers en staatslieden niet graag in dienst van kooplieden willen treden. En dat de Staten onder bepaalde voorwaarden, zoals betaling van konvooien, licenties en tol, de forten zullen onderhouden.’¹³²

59 Het verweer van de bewindhebbers. De pamfletten die het standpunt van de bewindhebbers vertolken zijn minder talrijk en minder beargumenteerd; de bewindhebbers hadden vooral belang bij handhaving van de *status quo* en hadden vanzelfsprekend geen behoefte om de vuile was buiten te hangen. Telkens wordt benadrukt hoe *calumnies*, lasterlijk, de pamfletten van de participanten zouden zijn,¹³³ terwijl pleidooien voor meer zeggenschap

131. Over Usselinx' voorstellen, zie hieronder, nr. 63; zie voorts Van Rees 1868, 118.

132. *Tweede Nootwendiger Discours*, 24–25: ‘Datmen soude eenen Raat formereen van Rechtsgeleerden/ Krijchlieden/ en andere gequalificeerde Persoonenen om't beleyt van d'Oorloghe/ Justitie en Politie te hebben/ deur dat sy haar daar beter als kooplieden op verstaan. Die haar simplijck met den Koophandel/ uytrustinge van Schepen/ en de handelinge van Penninghen soudon bemoeyen. (...) Dat d'Oorlooge gheheelijck soude ghevoert worden uyt den Naam van de Hog. Mog. Staten Gheneraal/ Bevelhebbers en lieden van Staat qualijck willende in dienst van kooplieden gaan. En dat de Forten by de Staten op sekere Conditien en Voorwaarden/ als van Convoyen/ Licentien/ en Tollen te betalen/ onderhouden wierden.’

133. *Tegen-vertooch*, 4.

terzijde werden gesteld met een beroep op het geldende Octrooi.¹³⁴ Daarnaast betoogden zij dat ze gelet op de publieke taak van de VOC niet uitsluitend de belangen van participanten konden dienen.¹³⁵ Zij benadrukten hoe profijtelijk de VOC voor de Nederlanden¹³⁶ en de participanten¹³⁷ was geweest en voerden verschillende verzachtende omstandigheden aan voor tegengevallen resultaten.¹³⁸ Verder zochten zij naar argumenten om onder de financiële verantwoording uit te komen.¹³⁹ Voorts lieten zij niet na erop te wijzen hoezeer de participanten met hun strijd de oprichting van de WIC bemoeilijkten.¹⁴⁰ De pamfletten van de bewindhebbers laten zien dat het enige werkelijke wapen van de participanten – de weigering om in te tekenen in de WIC – effectief was: zoals hierboven bleek, had de WIC terzelfder tijd grote moeite om het noodzakelijke startkapitaal te vergaren.

Vermoedelijk vertrouwden de bewindhebbers in de eerste plaats, en niet zonder reden, op steun van de Staten van Holland. Inderdaad verboden de Staten van Holland de dolerende participanten op 22 december 1622, dezelfde dag waarop het Octrooi door de Staten-Generaal werd verlengd, om hun rechten uit hoofde van het Octrooi voor de rechter af te dwingen. De Staten van Holland publiceerden ook een *Placcaet* waarin de klachten van de doleantenen als lasterlijk, onjuist en onrechtmatig werden weggezet.¹⁴¹ Uit het *Placcaet*

134. *Tegen-vertooch*, 4.

135. *Tegen-vertooch*; *Derde Discours*.

136. *Derde Discours*, 9.

137. *Derde Discours*, 4–5.

138. Zo zou de oorlog in Duitsland (de 30-jarige oorlog, 1618–1648) de afzet van specerijen hebben bemoeilijkt en had de VOC ten behoeve van het *gemeinen best* kostbare zeeslagen tegen de Engelsen moeten voeren, omdat zij anders uit Indië zou zijn verdreven (*Tegen-vertooch*, 7–8).

139. Hoewel een financiële verantwoording in het volgende jaar in het vooruitzicht werd gesteld, benadrukten de bewindhebbers hoe ingewikkeld het was om een jaarlijkse financiële verantwoording op te stellen, omdat zich op dertig verschillende plaatsen in Azië schepen bevonden, soms meer dan 300 mijl uiteen gelegen. De voortgaande intra-Aziatische handel, de onderlinge afstanden en de afstand tot de Nederlanden zouden het opmaken van een financiële verantwoording volgens de bewindhebbers bemoeilijken (*Derde Discours*, 7–8).

140. *Derde Discours*, 2–3, 10 e.v. Overigens hing deze beleggersstaking samen met de koloniale en krijgsmacht die de WIC mede was toebedeeld.

141. *Placcaet* 3 betoogde dat ‘de personen, aandelen en administratie van de bewindhebbers en het beleid van de gehele compagnie op lasterlijke wijze, met veel leugens en smaad in een kwaad daglicht worden gesteld, en dat de compagnie op onrechtmatige wijze, zonder reden en in strijd met de waarheid met enorme hoon wordt overloden.’ (*de Persoonen/ Actien ende administratie vande Bewint-hebberen/ ende de Regieringhe ende beleydt vande gheheele voorsz Compagnie/ Calumnieselick worden ghetraduceert/ met veel leughenen ende smaet-redenen bekladdet/ ende met enorme injurien teghen recht/ reden/ ende bewaerheyt beswaert.*)

blijkt voorts dat de bewindhebbers erin waren geslaagd om de Staten van Holland het *Nootwendich Discours* te doen verbieden – een zeldzaamheid in de Republiek.¹⁴² Het verbod kwam kennelijk niet als een verrassing voor de auteur, aangezien dat pamflet eindigde met de uitroep *in libera republica, liberas oportet esse linguas*.¹⁴³ Het *Placcaet* heeft weinig indruk gemaakt, getuige het feit dat het *Nootwendich Discours* nadien nog tweemaal is herdrukt, zij het onder een andere titel.¹⁴⁴ Bovendien verscheen enkele maanden later het nog polemischer *Tweede Nootwendiger Discours* dat smalend is gedagtekend *In 't Jaar Een-en-twintich, der Onghedane Rekeninge*.¹⁴⁵

De polemieek nam niet weg dat de nauwe relaties en personele unies tussen de bewindhebbers en de leden van de Staten van Holland de doeleantenvoor een dilemma plaatsten: enerzijds stelden zij het wangedrag van de bewindhebbers op scherpe toon aan de kaak, anderzijds verzochten zij de Staten-Generaal op beleefde wijze om aan deze praktijken een einde te maken.¹⁴⁶

60 Het Octrooi 1623. Werden de bewindhebbers gesteund door de Staten van Holland, dit lag enigszins anders bij de Staten-Generaal, omdat bij de vertegenwoordigers van de overige provincies enige sympathie voor de klachten bestond.¹⁴⁷ Hierdoor konden de Staten-Generaal een zekere bemiddelende rol op

142. Volgens de Staten van Holland was het *Nootwendich Discours* een *fameus libel*, een geruchtmakend schotschrift, een berucht lasterschrift. Een beloning van f 400 werd uitgelooft aan degene die de auteur of drukker zou kunnen aanwijzen. (*Placcaet*, 3)

143. In een vrije republiek, behoren ook de woorden vrij te zijn.

144. Van Rees 1868, 157.

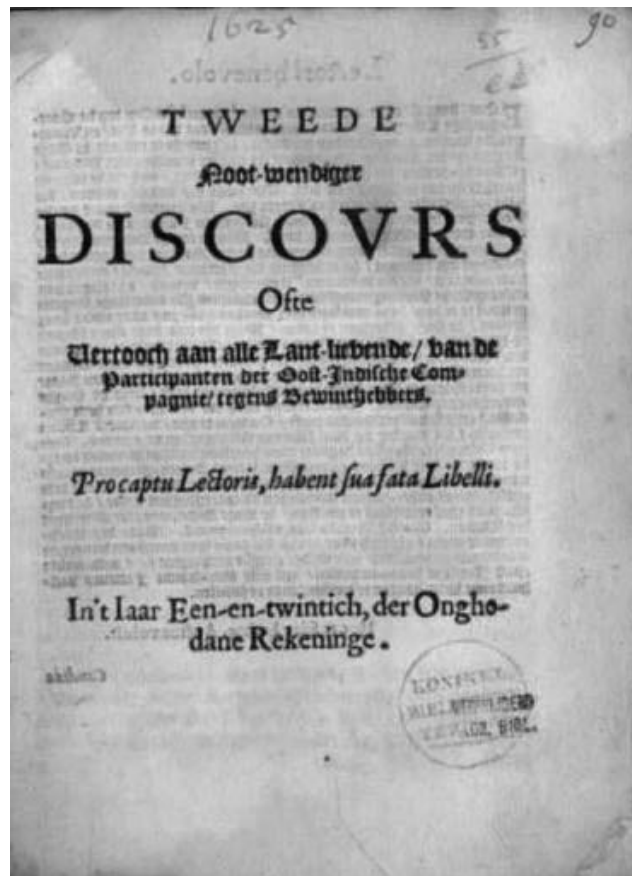
145. Het *Tweede Nootwendiger Discours* veronderstelde onder andere dat de Bewinthebbers wel zullen 'razen als olie in de pan. De woedende struikelt over zijn eigen voeten en hij zou er wel vierhonderd gulden voor overhebben om de naam van de auteur te weten te komen en om zich te wreken aan hem die hij minacht. Zij zullen goed moeten nadenken voordat ze de auteur kunnen vinden, en als deze bekend zou zijn, zou hij alles, en nog meer bewijzen en overeind houden.' (...) *Rasen als Olie in de Pan. De Toornige strompelt over hem selven/ en om Vier hondert guldens wel wensten den Autheur te weten/ om haar aan hem te vreecken/ dat hy weynich acht. Sy mosten al geestich raden/ eer sy hem uytvinden sullen/ en schoon bekennt zijnde/ soude hy dit alles/ en meer bewijzen/ en staande houden.*)

146. Het *Tweede Nootwendiger Discours* laat op verschillende plaatsen zien dat de doeleantenvan dit dilemma zeer wel bewust waren. Vgl. ook Van Rees 1868, 159 e.v.

147. Van Rees 1868, 162. Dit blijkt o.a. uit de bijlagen bij een verzoek aan de burgemeesters en leden van de vroedschap van Amsterdam (Thyspf 3026). Anderzijds toonden de Staten-Generaal zich duidelijk geërgerd door de verschijning van het *Tweede Nootwendiger Discours*. Zij verlangden daarom op 27 december 1622 dat alle onderhandelaars van de doeleantenvestigden dat zij niet op de hoogte waren van dit pamflet (Roelevink V (1983), nr. 4737; Roelevink VI (1989), 95, 298).

HOOFDSTUK 2

zich nemen bij de onderhandelingen die tussen bewindhebbers en vertegenwoordigers van de doleanten werden gevoerd. De protesten van de dolerende participanten blijken in zoverre effectief te zijn geweest dat althans op papier enkele eisen zijn ingewilligd bij het besluit van de Staten-Generaal op 22 december 1622 om het Octrooi vanaf 1623 met 21 jaar te verlengen (hierna: het Octrooi 1623).¹⁴⁸



Titelpagina van het *Tweede Nootwendiger Discours*, met dank aan Asher Rare Books. Met een citaat van de Romeinse dichter Terentianus Maurus (*De syllabis*, vs. 1286) wordt de eventuele censor bij voorbaat op zijn plaats gezet: 'Het lot van de boeken hangt af van de begaafdheid van de lezer'.

In art. 1 Octrooi 1623 wordt bevestigd dat alsnog een financiële verantwoording zou worden afgelegd in overeenstemming met het Octrooi 1602. Dit zou geschieden in een bijeenkomst *met openen Deuren ende Vensteren* en ten

148. *Groot Placaet-Boek I*, kolom 537 e.v.; Roelevink V (1983), nr. 4712, 4714.

overstaan van vertegenwoordigers van de Staten-Generaal. Elke drie jaar zou voortaan een deel van de zittende bewindhebbers krachtens rooster aftreden. Vanaf het moment dat alle bewindhebbers waren vervangen, traden de nieuw benoemde bewindhebbers na drie jaar af en kwamen pas drie jaar later voor herbenoeming in aanmerking (art. 2 Octrooi 1623). Nieuwe bewindhebbers zouden worden benoemd op een gezamenlijke voordracht van enkele hoofdparticipanten en bewindhebbers.¹⁴⁹ Ter voorkoming van nepotisme werd niet langer toegestaan dat nauwe verwanten van bewindhebbers zouden worden voorgedragen.

Het Octrooi 1623 beoogde voorts een eind te maken aan de zelfverrijking van de bewindhebbers, o.a. door het handelen van bewindhebbers met de Compagnie te reguleren (art. 6).¹⁵⁰ Verder werd de beloningstructuur zodanig aangepast dat de bewindhebbers kort gezegd een gezamenlijke beloning zouden ontvangen ter hoogte van 1% van de netto-winst, zodat de beloning niet langer afhankelijk was van de uitrustingskosten van de schepen.¹⁵¹ De bewindhebbers werden tot slot onder toezicht gesteld van een college van Heren IX dat zou bestaan uit beëdigde hoofdparticipanten uit de verschillende Kamers. De Heren IX onderzochten de jaarlijkse balans en kregen adviesrecht met betrekking tot belangrijke besluiten van de bewindhebbers of de Heren XVII (art. 5). Dit toezichthoudende orgaan was aan geheimhouding gebonden en werd geacht de belangen van de hoofdparticipanten te behartigen.

149. In geval van vacature zouden de participanten worden bijeengeroepen die een aantal hoofdparticipanten (even veel als het aantal bewindhebbers in de desbetreffende kamer, de aftredende bewindhebber niet meegerekend) zou aanwijzen om tezamen met de resterende bewindhebbers van de desbetreffende kamer een voordracht tot benoeming te doen (art. 3). De voordracht zou geschieden bij meerderheid van stemmen en diende ten minste drie kandidaten, allen hoofdparticipanten te bevatten. Benoeming zou vervolgens plaatsvinden door de Staten van de provincie of door de burgemeester van de desbetreffende stad.

Er bestaat hier een nauwe samenhang met het WIC Octrooi. Aanvankelijk was daarin bepaald dat bewindhebbers en hoofdparticipanten gezamenlijk een voordracht tot benoeming mochten doen; onder andere hierop baseerden de doeleanten hun eisen met betrekking tot de benoeming van bewindhebbers. De wijziging van het WIC Octrooi van 16 februari 1623 is vervolgens weer beïnvloed door het activisme van de doeleanten, omdat hierin wordt bepaald dat de voordracht uitsluitend door de hoofdparticipanten zou worden gedaan, evenals in het VOC Octrooi van december 1622. In de wijziging van het WIC Octrooi van 21 juni 1623 werd tot slot bepaald dat de hoofdparticipanten ook rechtstreeks enkele bewindhebbers mogen benoemen.

150. Bewindhebbers mochten uitsluitend nog goederen leveren na goedkeuring van de Staten-Generaal, de Staten van de desbetreffende provincie of van de magistraten van de steden. Zij mochten verder slechts goederen van de Compagnie kopen indien het ging om goederen met een vaste prijs of bij een openbare veiling.

151. Niet meegerekend mogen worden schepen, geschut, inventaris en geleend geld. Vanaf 1647 zouden de bewindhebbers overigens uitsluitend een vaste beloning ontvangen (Gepken-Jager 2005, 67).

Deze wijzigingen in het Octrooi hadden de Staten-Generaal afgekondigd, zonder dat participanten en bewindhebbers overeenstemming hadden bereikt. Zowel het activisme als de onderhandelingen werden dan ook voortgezet na verlenging van het Octrooi. Op advies van prins Maurits werd het Octrooi op 13 maart 1623 nog op enkele plaatsen aangepast *tot wech-neming van alle vordere questien ende disputen*.¹⁵² Volgens deze aanpassingen kregen vertegenwoordigers van de hoofdparticipanten inzage in de onderliggende documenten om de afrekening te kunnen controleren. Voorts werd bepaald dat de Heren IX aanwezig mochten zijn bij alle vergaderingen van de Heren XVII. De Heren IX kregen in die vergadering adviesrecht over besluiten m.b.t. de uitzending en uitrusting van schepen, verkoop van goederen en het uitkeren van dividend. Zij kregen tevens inzage in de correspondentie met Oost-Indië en mochten de pakhuizen inspecteren. Tot slot werd bepaald dat in beginsel elk jaar uitkeringen aan participanten zouden worden gedaan.

61 Activisme na Octrooi 1623. Ook de tweede wijziging van het Octrooi leidde evenwel niet tot de gewenste *wech-neming van alle disputen*. Nog dezelfde dag werden de concessies door de doeleanters als onvoldoende verworpen.¹⁵³ De onderhandelingen werden voortgezet en eind maart 1623 zegden de dolerende participanten toe dat zij hun activisme zouden staken, indien aan twee laatste eisen zou worden voldaan. Ten eerste verzochten zij om nadere regulering van tegenstrijdig belang-transacties en speculaties op koersdalingen door bewindhebbers. Deze eis werd binnen enkele dagen ingewilligd.¹⁵⁴

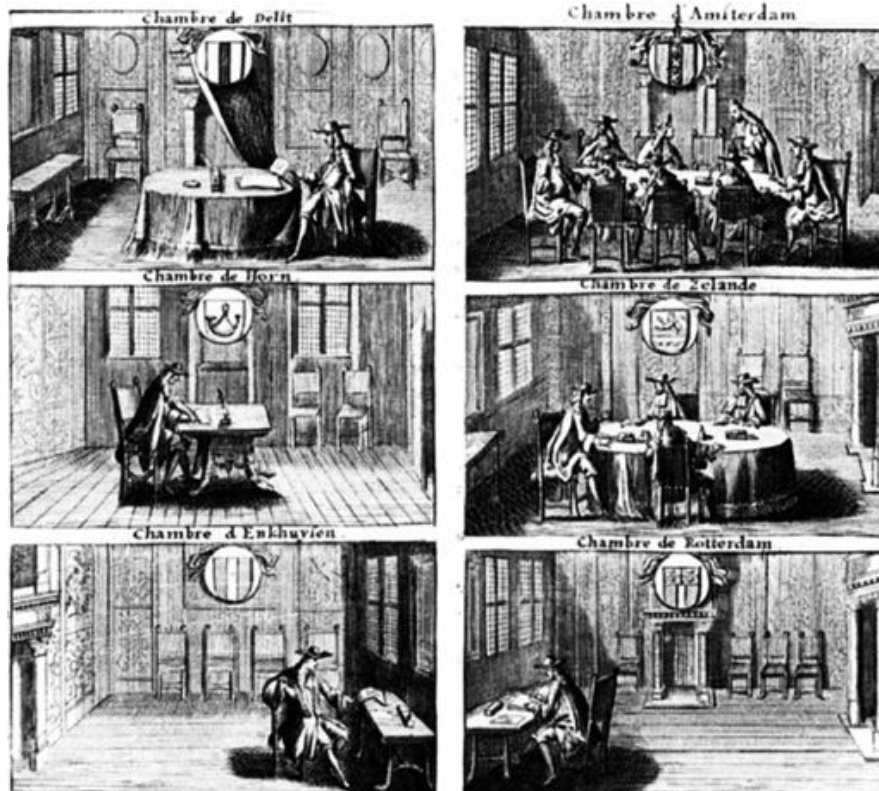
De tweede eis is aanvankelijk op de lange baan geschoven en uiteindelijk nooit gehonoreerd. De participanten verlangden dat de Heren IX niet alleen een advies zouden kunnen uitbrengen in de vergadering van de Heren XVII, maar dat zij ook zouden kunnen *meestemmen* bij alle besluiten.¹⁵⁵ Indien ook aan de tweede eis was voldaan, zou het hoogste bestuursorgaan gelijkenis zijn gaan vertonen met een *one tier-board*, bestaande uit 17 uitvoerende directeuren, benoemd door de plaatselijke of provinciale bestuurders op een gezamenlijke voordracht van de hoofdparticipanten en zittende bewindhebbers, en uit 9 niet-uitvoerende directeuren die direct door de hoofdparticipanten zouden worden benoemd. Niet alleen zouden hierdoor de stemmen die de zittende Heren XVII konden uitbrengen verwateren, ook zou de positie van de Amsterdamse

152. *Groot Placaet-Boek I*, kolom 543 e.v.; Roelevink VI (1989), nr. 490.

153. Thyspf 3023 en 3120.

154. Thyspf 3026, 6. Op 1 april 1623 bevestigden de Staten-Generaal het verbod op *naked short selling*. Het besluit zoals dat twee maanden later werd gepubliceerd bevatte voorts enige regulering van termijncontracten, de registratie van verpande aandelen en het afwickelen van kooptransacties (*Groot Placaet-Boek I*, kolom 555 e.v.).

155. Thyspf 3026, 5.



Kamer worden verzwakt.¹⁵⁶ Mede om deze reden waren de Amsterdamse bewindhebbers gekant tegen de tweede eis van de doleanten.¹⁵⁷

De Amsterdamse bewindhebbers hebben kennelijk hun invloed in de Staten van Holland aangewend om dit verzoek te torpederen.¹⁵⁸ De Staten van Holland

156. De Amsterdamse Kamer verschaftte meer dan de helft van het kapitaal, terwijl slechts acht Amsterdamse bewindhebbers in de Heren XVII vertegenwoordigd waren; indien alle leden van de Heren XVII een stem uitbrachten, hadden de Amsterdamse vertegenwoordigers dus altijd de stem van één bewindhebber uit een andere kamer nodig om de Heren XVII te controleren. Vier leden van de Heren IX zouden door de Amsterdamse hoofdparticipanten worden benoemd. Indien aan de eis van de doleanten zou worden voldaan, zou 'Amsterdam' 12 van de 26 stemmen hebben; Amsterdam zou dan altijd twee extra stemmen nodig hebben om de vergadering naar zijn hand te zetten.

157. Thyspf 3126, 9.

158. De machtige positie van Amsterdam blijkt o.a. uit het feit dat de doleanten zich met hun eis tevens rechtstreeks richtten tot de burgemeesters en leden van de vroedschap van Amsterdam. Zij verzoeken daarin dat de vertegenwoordigers van Amsterdam in de Staten van Holland hun invloed aanwenden om aan de eis van de dolerende participanten tegemoet te komen (Thyspf 3026).

hebben aanvankelijk de besluitvorming hierover getraineed en uiteindelijk hun veto uitgesproken. Opmerkelijk is echter dat de vertegenwoordigers in de Staten-Generaal van alle zes andere provincies de eis van de dolerende participanten steunden.¹⁵⁹

Ook nadien was het dispuut nog niet ten einde. De benoeming van de Heren IX bleek een bron van verdere onenigheid doordat in Delft, Rotterdam en Amsterdam de bewindhebbers de benoeming van de Heren IX op verschillende manieren wisten te manipuleren.¹⁶⁰ Daar komt bij dat sommige bepalingen in het Octrooi 1623 niet effectief bleken of eenvoudigweg niet werden nageleefd. Zo was het bewindhebbers volgens het Octrooi 1623 slechts toegestaan om goederen aan de VOC te verkopen na voorafgaande goedkeuring door bijvoorbeeld het desbetreffende stadsbestuur. Aangezien veel bewindhebbers zelf lid van de vroedschap of burgemeester waren, konden de bewindhebbers althans volgens de doleanten op oude voet verder gaan om met de VOC handel te drijven.¹⁶¹ Nieuwe bewindhebbers zouden bovendien in veel gevallen niet benoemd worden overeenkomstig de bepalingen in het Octrooi.¹⁶² En bij de uitoefening van hun taak, zouden de Heren IX vaak hun eigen ambities als toekomstig bewindhebber dikwijls niet uit het oog verliezen.

Een laatste bron van conflicten zou de financiële afrekening vormen. Het Octrooi 1623 bepaalde dat vertegenwoordigers van de hoofdparticipanten inzage hadden in de onderliggende documenten teneinde de afrekening te controleren. Nog twee jaar duurde het kat-en-muisspel: telkens werd inzage geweigerd, kwamen de Amsterdamse bewindhebbers toezeggingen niet na, waren documenten kwijt, maanden de Staten-Generaal de bewindhebbers om over de brug te komen en weigerden de bewindhebbers om deze instructies op te volgen.¹⁶³ Vertegenwoordigers van de Staten-Generaal bemiddelden tevergeefs en trachtten zonder resultaat te bewerkstelligen dat de bewindhebbers de besluiten van de Staten-Generaal zouden uitvoeren. De bewindhebbers wisten zich echter steeds gesteund door de Staten van Holland. Uiteindelijk haalden de Amsterdamse bewindhebbers alle documenten weg en weigerden de vertegenwoordigers van de hoofdparticipanten de toegang. Er was volgens hen nu wel genoeg verantwoording afgelegd.¹⁶⁴

159. Thyspf 3026.

160. Thyspf 3119; Thyspf 3118, 4–5; Thyspf 3031. Zie ook Van Rees 1868, 168.

161. Thyspf 3027, 9.

162. Zo hebben de Staten-Generaal zelfs in 1652 een van het Octrooi 1623 afwijkende praktijk bekrachtigd, dat de hoofdparticipanten die zitting zouden nemen in het kiescollege dat was belast met de voordracht van nieuwe kandidaat-bewindhebbers door het lot werden aangewezen. Soms werden de afgevaardigde hoofdparticipanten niet door de participanten van de desbetreffende kamer benoemd, maar door de hoofdparticipanten onderling. (Van Brakel 1908, 134 e.v.; Gaastra 2009, 29 e.v.).

163. Thyspf 3121; Thyspf 3123.

164. Thyspf 3122.

Uiteindelijk ging het activisme van de dolerende participanten als een nachtkaaars uit. De Staten van Holland weigerden in te stemmen met een stemrecht van de Heren IX en steunden de Amsterdamse bewindhebbers in hun obstructie van de financiële verantwoording. In de loop van 1625 hadden de Staten-Generaal de steun van de VOC nodig in een tweetal diplomatieke affaires met Engeland en Frankrijk.¹⁶⁵ De Staten-Generaal hadden er daarom belang bij dat het conflict tot een einde kwam. De doleanten namen ten slotte genoegen met het weinige dat zij bereikt hadden.

62 Conclusie. Niettemin is de pamflettenstrijd van belang geweest voor het Nederlandse vennootschapsrecht. Het conflict vormt een vroeg en goed gedocumenteerd voorbeeld van de problemen die kunnen rijzen als gevolg van de scheiding tussen de kapitaalverstreckende en leidinggevende functies. De doleanten hebben in hun pamfletten onderwerpen aan de orde gesteld die thans nog steeds van betekenis zijn, zoals handel met voorkennis, remuneratie van bestuurders, zelfverrijking en andere tegenstrijdig belang-transacties. De dolerende participanten wijzen op het belang van fiduciaire verplichtingen van bestuurders, van zeggenschaps- en informatierechten van aandeelhouders.

Voorts laat het conflict zien welke belangentegenstellingen kunnen ontstaan indien een vennootschap te maken heeft met verschillende belanghebbenden – in het geval van de VOC de participanten en de Staten-Generaal. Het bewijst dat vennootschappelijk belangenpluralisme noodzakelijkerwijs gepaard gaat met interne spanningen die enige vorm van regulering behoeven opdat wordt voorkomen dat één belang het onderspit delft. Een vennootschapssysteem dat ruimte laat voor belangenpluralisme zal in zoverre gecompliceerder zijn dan een rechtssysteem waarin minder of geen ruimte bestaat voor belangenpluralisme.

De pamflettenstrijd heeft althans in theorie geleid tot beperkte zeggenschap van grootaandeelhouders in een vennootschap met vrij verhandelbare aandelen. Deze zeggenschap zou op indirecte wijze worden uitgeoefend door een orgaan dat bestond uit vertegenwoordigers van de hoofdparticipanten en dat al enigszins doet denken aan de latere RvC. Aangezien de interne organisatie niet alleen Nederlandse actiëncompagnieën tot voorbeeld zou strekken, maar ook invloed zou hebben op de organisatie van talloze buitenlandse handelscompagnieën, was de betekenis van het activisme zeker niet tot de Nederlanden beperkt.

Ondanks dat veel wijzigingen in de praktijk ineffectief bleken, is vergelijkbaar protest in later jaren uitgebleven. De interne organisatie is later niet meer noemenswaardig gewijzigd, waardoor de VOC tot haar faillissement in 1795 een oligarchisch ingestelde organisatie zou blijven. De reden waarom het

165. De VOC had in die periode twee Franse schepen buitgemaakt. De diplomatieke verhoudingen met Frankrijk dreigde ernstige averij op te lopen als de VOC schadevergoeding zou weigeren. In Engeland hadden Nederlandse diplomaten wissels getrokken op de VOC. De Staten-Generaal oefende druk uit op de VOC om deze wissels te accepteren (Van Rees 1868, 169).

aandeelhoudersprotest verstomde is vooral gelegen in het feit dat de gebrekkige *corporate governance* niet in de weg stond aan commercieel succes. Vanaf uitgerekend 1622 werd de VOC aanzienlijk winstgevender.¹⁶⁶ In dat jaar werden de Banda-eilanden veroverd en verkreeg de VOC het monopolie op de wereldhandel in nootmuskaat en foelie, in de daaropvolgende decennia gevolgd door een handelsmonopolie op kruidnagelen en kaneel. Bovendien profiteerde de VOC sterk van de intra-Aziatische handel, onder andere dankzij de toegang tot Japan vanaf 1639. De dividenden gingen, kortom, rijkelijk stromen en de koersen stegen gestaag.¹⁶⁷ De participanten waren tevreden.

2.2 De WIC

63 Uiteenlopende ontwerpen. Het Octrooi van de West-Indische Compagnie en vooral de hieraan voorafgaande ontwerpen waren in sommige opzichten moderner dan die van de VOC. Hoewel de WIC in economische zin een minder belangrijke rol heeft gespeeld dan de VOC, is haar organisatie vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt wel degelijk van belang. Met de oprichting van de WIC is de naam Willem Usselinx (1567–1646?) onlosmakelijk verbonden. De van oorsprong Antwerpse koopman beoogde met de WIC niet alleen de handel, maar ook volksplantingen en zending in de West te bevorderen. Reeds in 1604 publiceerde hij een *police of brief van belofte* waarin het voorstel voor een West-Indische Compagnie werd uitgewerkt.¹⁶⁸ Een deel ervan schetst de interne bestuursstructuur zoals Usselinx deze zich voorstelde. De rechten van aandeelhouders, in het bijzonder ter zake van de benoeming van bewindhebbers, zijn in zijn *police* opvallend modern. De participanten die ten minste 200 pond Vlaams inlegden konden volgens de *police* bij meerderheid van stemmen bewindhebbers benoemen, alsmede besluiten over de duur en andere voorwaarden terzake van het bewindhebberschap. Vermoedelijk heeft Usselinx, die in zijn ontwerp terminologie bezigt die is ontleend aan de rederij, zich hier laten inspireren door de partenrederij waarin ook de schipper verantwoording aan de reders verschuldigd was en door hen werd benoemd en ontslagen (nr. 23). Usselinx' ontwerp had een minder publiekrechtelijk karakter dan de VOC, zodat er meer ruimte was voor bescherming van de belangen van participanten. Een aanvullende verklaring voor de verhoudingsgewijs grote zeggenschap van participanten in Usselinx' ontwerp kan worden gevonden in het feit dat de WIC niet zou ontstaan als samensmelting van bestaande compagnieën; anders dan bij de VOC waren er geen bewindhebbers die in een gefuseerde compagnie hun belangen wilden veiligstellen. Integendeel, het

166. Den Heijer 2005, 88.

167. Petram 2011, 158.

168. Opgenomen in Van der Heijden 1908, Bijlage V, 231.

ging om een geheel nieuwe onderneming die in de eerste plaats geld bij het beleggend publiek moest zien te werven.¹⁶⁹

Voorts valt op dat de *police* van 1604 onderscheid maakt tussen gewone en hoofdparticipanten; we hebben dit reeds gezien in de drie jaar eerder opgerichte de Zeeuwse voorcompagnie (nr. 27) en later bij de verlenging van het VOC Octrooi in 1623. De ongelijke behandeling van gewone en hoofdparticipanten zou gemeengoed worden in het Nederlandse vennootschapsrecht van de 17^e en 18^e eeuw. Het onderscheid maakte het mogelijk om, bij gebreke aan een nominale waarde van aandelen, de zeggenschap enigszins te koppelen aan het financiële belang.

Bij de onderhandelingen over het WIC Octrooi die vanaf 1606 werden gevoerd bleek dat Maurits, gesteund door de bewindhebbers van de VOC, andere plannen met de WIC had.¹⁷⁰ Anders dan Usselinx wensten zij geen vreedzame handelsmaatschappij, maar een oorlogscompagnie die de Spanjaarden in het westen zou bestrijden.¹⁷¹ Volgens hen moest het WIC Octrooi dan ook worden gemodelleerd op dat van de VOC, inclusief daarbij behorende publieke taken en bevoegdheden. Een derde positie nam Van Oldenbarnevelt in. Hij meende niet alleen dat de oprichting van de WIC te veel geld zou kosten, maar vreesde bovendien dat de WIC een obstakel zou vormen voor de bestandsonderhandelingen met Spanje. Van Oldenbarnevelt wist zijn zin door te drijven: de plannen voor de WIC werden bevroren, terwijl in 1607 een voorlopige wapenstilstand en twee jaar later het twaalfjarig bestand werd gesloten.¹⁷²

Na de uitschakeling van Van Oldenbarnevelt¹⁷³ en het einde van het bestand kwamen de oude plannen weer boven tafel. In 1619 lagen twee ontwerpen voor een WIC Octrooi ter tafel: een ontwerp van de Staten van Holland uit 1606 dat geheel gemodelleerd was op het VOC Octrooi en een ontwerp dat Usselinx zelf kort voordien had geschreven en dat dezelfde sfeer ademde als de *police* die hij een tiental jaren tevoren had opgesteld.¹⁷⁴

Het ontwerp van de Staten van Holland zou in grote lijnen de eindstreep halen, maar vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt is het ontwerp-Usselinx interessanter. Het kan ten dele worden gelezen als een kritiek op het VOC Octrooi en de gang van zaken bij de VOC, enkele jaren vóór het activisme van de dolerende participanten. Gezien de inhoudelijke overeenkomst met de klachten van de doleanten, acht ik aannemelijk dat de doleanten, zo zij niet rechtstreeks met Usselinx in verbinding stonden, zich dan toch door zijn ideeën hebben laten inspireren.¹⁷⁵ Usselinx' ideeën waren ten dele ingegeven door de

169. Vgl. Frentrop 2002, 112.

170. Bick 2012, 98 e.v.

171. Van Rees 1868, 81 e.v.

172. Den Heijer 2005, 47; Van Rees 1868, 81 e.v.

173. Hierover o.a. Israel 2008, 479 e.v.

174. Opgenomen in Van Rees 1868, 384 e.v. Hierover voorts Bick 2012, 101 e.v.

175. Aldus ook Van Rees 1868, 159.

grote verschillen tussen Oost- en West-Indië.¹⁷⁶ In de Oost was de positie van de Spanjaarden en Portugezen veel minder sterk, terwijl het relatief hoge ontwikkelingsniveau aldaar het handeldrijven vereenvoudigde. In West-Indië waren daarentegen de Spanjaarden en Portugezen veel sterker, terwijl de plaatselijke bewoners minder ver ontwikkeld waren dan in de Oost. Volgens Usselinx was daarom een noodzakelijke voorwaarde voor een succesvolle compagnie dat ter plaatse koloniën zouden worden gesticht onder Nederlands bestuur. Een onderneming gemodelleerd naar de VOC zou volgens Usselinx in versterkte mate worden geconfronteerd met de problemen van een publiek/private taakopdracht. Usselinx bepleitte daarom een sterkere scheiding tussen commercie en staatszaken zoals oorlogvoering tegen de Spanjaarden en het opzetten van een bestuur in de nieuw te stichten koloniën. Daartoe stelde hij een Raad van Indië voor, te benoemen door de Staten-Generaal uit enkele hoofdparticipanten en onder leiding van Maurits. Deze Raad zou in Den Haag – en dus niet in de koophandelssteden – bijeenkomen en essentie alle publiekrechtelijke taken vervullen in de West.¹⁷⁷

De WIC zou zich vervolgens louter op de koophandel kunnen richten en zou worden gekenmerkt door meer zeggenschap van participanten over de bewindhebbers dan bij de VOC, alsmede door meer informatie- en verantwoordingsplichten van de bewindhebbers. Bewindhebbers zouden in Usselinx' voorstel rechtstreeks worden gekozen door de hoofdparticipanten en na zes jaar aftreden.¹⁷⁸ Na zes jaar zou een balans en een winst- en verliesrekening worden opgesteld; indien de bewindhebbers deze verplichting niet zouden nakomen, zouden 2/3 van de participanten kunnen besluiten tot ontbinding van de compagnie.¹⁷⁹ De hoofdparticipanten kregen in Usselinx' voorstel het recht om enkele 'hoofdreder' aan te stellen die zouden worden belast met een toezichthoudende taak. Aan hen zou verantwoording moeten worden afgelegd over de uitgaande en binnenkomende waren, en over de resultaten van iedere reis.¹⁸⁰ De zesjaarlijkse rekening en verantwoording zou in het openbaar ten overstaan van deze hoofdreder worden afgelegd.¹⁸¹ Ter voorkoming van zelfverrijking zouden

176. Bick 2012, 103 e.v.; Van Rees 1868, 113 e.v.

177. Van Rees 1868, 116.

178. Art. XI en XIII. In een memorie, opgenomen in Van Rees 1868, 416, lichte Usselinx zijn voorstel toe: *'De keure of immers de nominatie van de Bewinthebbers moet wesen by de participanten ende nyet by de magistraten, alsoo sy best weten wien sy haer geldt willen betrouwen, ende mits dat het eene gemeene rederye is, daer elck syn gelt vrywillich inbrengt, soo behoort elck oock even na te wesen, soo in de verkiesinge, als nae syn bequaemheyt in de bedieninge, anders waert een specie van geweld dat men yemant soude indringen, die haer nyet aengenaem en ware, ende kiesende soo heeft niemant te clagen.'*

179. Art. IV.

180. Van Rees 1868, 116; art. XXXIII en XXXVIII.

181. Art. XXXV.

tegenstrijdig belang-transacties slechts zijn toegestaan na goedkeuring door de desbetreffende kamer en zouden zij een vast salaris genieten.¹⁸²

Voorts bevatte het ontwerp Usselinx een bepaling over externe aansprakelijkheid van bewindhebbers die lijkt op art. 42 Octrooi VOC.¹⁸³ Over de interne aansprakelijkheid van bewindhebbers en participanten bevatte Usselinx' ontwerp nog een fascinerende, maar misschien niet geheel doordachte bepaling. Deze zag op het geval waarin schade zou ontstaan als gevolg van onbehoorlijk bestuur door een bewindhebber. De schade zou in dat geval worden gedragen door de desbetreffende kamer, niet door de gehele compagnie, of door de hoofdparticipanten die de bewindhebber hadden aangesteld.¹⁸⁴ De regresvordering op de bewindhebber zou dan worden verrekend met het belang van de bewindhebber in de compagnie. Volgens deze bepaling zou diens belang in de compagnie strekken tot zekerheid van een behoorlijke taakvervulling.¹⁸⁵

182. Art. XVI en XVII. De toelichting leest als een kritiek op de VOC: '*Aen de Bewinthebbers moet tractement ende geen provisie gegeven worden, nyet alleen omdat de provisie van twee ten hondert voor de gaende ende comende goederen te hooge loopt, maer omdat daer meer bedrochs onder can schuylen; ende deywel de Bewinthebbers moeten verandert worden, soo moeten sy oock nootwendlich tractement hebben, anders soude d' een alle de moeyten ende d' ander de proffytten hebben, want de goederen worden veel tyts met groote partyen vercocht, die in eenige jaren by een vergadert syn; nu en is de moeyte in den vercoop van de goederen nyet gelegen maer int beleyt van de geheele saecke, die dan 't geluck hadde van den vercoop soude t proffyt strycken, ende d' andere souden daerop sien; het soude oock te beduchten staen dat d'affgaende Bewinthebbers lichtelyck souden helpen eenen vercoop of extraordinaris vuytrustinge vorderen, t'goet buytens tyt vuyt der hant worpende, opdat sy de provisie souden mogen genieten. Maer t'beste van allen ware dat sy noch provisie noch tractement en hadden, maer alle twee jaren een derdendeel verandert worden, endat dat syt bedienden gelyck veel publycque ampten bedient worden, gelyck onder andere de diaconen, wees, kerck ende gasthuys meesters doen, men soude ongetwyffelt dan wel eerlycke lieden verkiesen ende daer en soude nyet onbeschaemdelick met giften ende presenten om gesoliciteert worden.'* (Van Rees 1868, 416–417)

183. Zie nr. 49 e.v. Art. XXIII ontwerp Usselinx luidde: '*De personen off goederen der Bewinthebbers en salmen nyet mogen belasten, beslaen off becommeren, om van hun te hebben reeckeninge van t' bewint vande Compaignie, och oock vande betalinge vande huyl off loon der genen die sy in dienste vande Compaignie gebruyckt hebben, maer die gene die sulcx iets sullen willen heyschen, sullen gehouden syn deselve te betrecken voor haeren ordinaris Rechter.'*

184. Het kennelijke onderscheid tussen het vermogen van de compagnie en van de kamers valt vermoedelijk hierdoor te verklaren dat een vast begrip van rechtspersoonlijkheid destijds nog niet ontwikkeld was en dat de kamers een grote zelfstandigheid genoten en een eigen boekhouding voerden. Misschien stelde Usselinx zich voor dat de schade in mindering zou worden gebracht op het gezamenlijke winstaandeel dat via de desbetreffende kamer aan de participanten werd uitgekeerd. Ik acht ook denkbaar dat de schade indirect alsnog ten laste van de compagnie zou komen doordat de winsten van de desbetreffende kamer, en daarmee die van de compagnie lager zouden uitvallen.

185. Voorschriften van gelijke strekking zouden in de 19^e eeuw zeer gebruikelijk worden (nr. 119); vgl. voorts art. 87 Ontwerp Kist uit 1890 (Bijlage IV).

Hetzelfde zou geschieden indien de compagnie een vordering op een participant zou hebben, bijvoorbeeld uit hoofde van een koopcontract:¹⁸⁶

‘Ende off tgebeurde dat onder d’een off d’ander Camer Jmant vande Bewinthebbers geraeckte in sulcken staet dat hy nyet en soude voldoen tgene hem syne bedieninge aengaende vertrouwt ware, ende dat daerdoor eenig schade mochte vallen, tselve sal wesen tot last vande penningen onder deselve Camer sorterende, off van dengenen die alsulcken Bewinthebber gestelt hebben^[187] ende nyet tot schade vande generale masse vande Compaignie; dies sullen de penningen, die de Bewinthebber voor haer eygen reeckeninge inde Compaignie hebben, voor haer Bewint in t’ besonder syn verbonden, ’t welck oock plaetse sal hebben ten aensien van alle de metge-nooten, die vuyt saecke van coop van goederen off anderssints schuldenaers aende Compaignie syn, ende sal gereeckent worden *in allen schyn* [curs. MdJ] off haere ingeleyde penningen tegens tgene sy de compaignie schuldig syn van aenbeginne waere gecompenseert, ende by rescontre gedoot.’

Moet hieruit worden afgeleid dat het belang van een bewindhebber of participant destijds niet werd beschouwd als eigen vermogen van de compagnie, maar als een schuld van de compagnie aan de bewindhebber/participant die kon worden verrekend? Ik ben geneigd deze vraag ontkennend te beantwoorden. De gecursiveerde passage lijkt erop te wijzen dat Usselinx uitsluitend met behulp van een fictie de verrekening kan bewerkstelligen. Aldus gelezen bevestigt deze bepaling juist dat de positie van een participant niet gelijk was aan die van een crediteur.

64 Het WIC Octrooi. Usselinx’ model stuitte van diverse zijden op verzet. Na het einde van het twaalfjarig bestand in 1621 bestond er bij Maurits en zijn geestverwanten weinig animo voor een vreedzame handelscompagnie. De bewindhebbers van de VOC vreesden dat Usselinx’ model, toegepast op de VOC, hun eigen positie zou schaden. Gelet op de nauwe banden tussen VOC en Hollandse Staten en steden was de tegenstand van Holland niet verwonderlijk. Daar kwam bij dat Holland minder invloed zou krijgen op de voorgestelde Raad van Indië die onder leiding van prins Maurits zou staan. Potentiële bewindhebbers van de WIC hadden vanzelfsprekend eveneens een voorkeur voor het VOC-model.¹⁸⁸

186. Art. XXIII. Deze bepaling is in bijna woordelijk overgenomen in het concept-octrooi voor een Assurantie- en Handelscompagnie (1629) (Knuttel 1978, nr. 3865, 20). Amsterdam heeft uiteindelijk de oprichting van die compagnie belet.

187. Naar ik vermoed doelt Usselinx hier op de hoofdparticipanten die de desbetreffende bewindhebber hadden benoemd. Hoe de aansprakelijkheid van deze participanten zich verhoudt tot de aansprakelijkheid van de kamer wordt in het ontwerp niet uitgewerkt.

188. Van Rees 1868, 119.

Usselinx' ontwerp werd kortom aan de kant geschoven ten gunste van het ontwerp dat door de Staten van Holland was opgesteld. De belangrijkste verschillen met het VOC Octrooi komen er kort gezegd op neer dat het WIC Octrooi van 3 juni 1621 meer continuïteit uitstraalt dan het eerste VOC Octrooi.¹⁸⁹ Er bestaan meer verantwoordingsverplichtingen voor bewindhebbers, terwijl de zeggenschap van participanten marginaal is verbeterd. Maar bovenal is de WIC nog meer verstrengd met de Staten-Generaal en de Admiraliteit en blijkt uit het Octrooi duidelijk dat de WIC is opgericht als oorlogscompagnie. Had Usselinx commercie en staatszaken willen scheiden, het tegendeel was bij de WIC het geval.

Niet alleen de VOC participeerde voor 1 miljoen gulden, ook de Staten-Generaal zegden eenzelfde bedrag toe, waarvan de helft in aandelenkapitaal, terwijl zij de WIC ook vrijdom van tollende.¹⁹⁰ Daarnaast stelden de Staten-Generaal 16 grote en vier kleine oorlogsschepen met bemanning en geschut aan de WIC ter beschikking, onder de voorwaarde dat de WIC eenzelfde oorlogsvloot zou optuigen; gezamenlijk zouden deze onder het bevel staan van een door de Staten-Generaal aan te stellen admiraal.¹⁹¹ Het Octrooi bevat evenals de VOC elementen die herinneren aan de *universitas*; denk aan de bevoegdheid om namens de Staten-Generaal verdragen te sluiten en gouverneurs en officiers van justitie aan te stellen, alsmede andere functionarissen belast met justitiële taken in de West.¹⁹²

Dat de WIC van aanvang af bedoeld was als een duurzame organisatie blijkt niet alleen uit de lange duur van het Octrooi (24 jaar), maar ook uit het feit dat participanten niet tussentijds hun geld mochten terugvragen. Op papier hadden de VOC-participanten dit recht wel gekregen, al is dit recht aan de participanten onthouden (zie § 2.1.2). Evenals de VOC kende de WIC een kamerstructuur. Het hoogste bestuurscollege bestond uit de Heren XIX, waarvan één lid rechtstreeks door de Staten-Generaal werd aangewezen.¹⁹³ De overige bewindhebbers waren afkomstig uit de kamers van Amsterdam (8), Zeeland (4), Maze (2), Noorderkwartier (2) en Stad en Lande (2).¹⁹⁴ Zij werden voor de eerste maal benoemd door de Staten van de desbetreffende provincie, respectievelijk door

189. Het WIC Octrooi is opgenomen in *Groot Placaet-Boek I*, kolom 565 e.v., alsmede in *Octroy By de Hooghe Mogende Heeren Staten Generael, verleent aende West-Indische Compagnie, in date den derden Junij 1621 Mette Ampliatien van dien ende Het accord tusschen Bewinthebberen ende Hoofd-participanten*, Den Haag: Weduwe en erven Hillebrant Iacobssz van Wouw, 1623.

190. Art. 9 en 39 WIC Octrooi; vgl. Bick 2012, 108 e.v.

191. Art. 40 WIC Octrooi; Den Heijer 2005, 55.

192. Art. 2 WIC Octrooi.

193. Art. 18–23 WIC Octrooi.

194. Groningen en de Ommelanden; zie hierover Den Heijer 2005, 57. Voor benoeming tot bewindhebber kwamen in aanmerking de participanten die f 6.000 (Amsterdam), resp. f 4.000 (overige kamers) hadden ingelegd.

de magistraten van de steden en zouden volgens rooster aftreden.¹⁹⁵ Benoe-
ming van nieuwe bewindhebbers zou geschieden door de burgemeester of
gedeputeerden op een voordracht, op te stellen door bewindhebbers en hoofd-
participanten.¹⁹⁶ Bijzonder is dat de Staten-Generaal niet alleen een 19^e lid
zouden aanwijzen, maar dat art. 18 spreekt van *den negenthienden Persoon/
ofte soo veel meer als wy t'elckens sullen goet vinden/ by ons sal worden
ghedeputeert/ omme inde voorsz Vergaderinghe de sake vande Compagnie ten
besten te helpen dirigeren*. De Staten-Generaal hielden zich dus het recht voor,
om zo veel afgevaardigden te sturen dat zij de Heren XIX konden beheersen.
Hieruit blijkt dat de Staten-Generaal, meer nog dan bij de VOC, het belang van
de Republiek via de WIC wilde dienen en in de praktijk ook zouden
dienen.¹⁹⁷

Iedere zes jaar zou een generale rekening worden opgemaakt die in het
openbaar zou worden gedaan.¹⁹⁸ Ten aanzien van het dividendbeleid bepaalde
het Octrooi dat *uyt-deelinghe ghedaen worden, soo dickwils als men bevinden
sal datter thien ten hondert gheproffijteert sal zijn*.¹⁹⁹ De beloning van
bewindhebbers was afhankelijk van de opbrengsten en niet tevens van de
uitrustingskosten, zoals bij het VOC Octrooi van 1602.²⁰⁰ Het Octrooi regu-
leerde voorts tegenstrijdig belang-transacties tussen bewindhebbers en compa-
gnie, een bepaling die tot voorbeeld van de VOC-doleanten zou strekken
(nr. 57).²⁰¹

Indien men bedenkt dat beleggers op de WIC konden intekenen, terwijl de
pamflettenstrijd volop woedde, zal het niet verwonderen dat de intekening niet
voorspoedig verliep. Het uitblijven van de financiële afrekening en liquidatie
van de VOC maakte veel beleggers huiverig om te investeren in een compagnie
met vergelijkbare organisatie waar het algemene belang nog meer de boventoon

195. Art. 13 WIC Octrooi.

196. Art. 14 WIC Octrooi.

197. Bick 2012, 107 e.v. laat zien dat het idee voor de belangrijke rol voor de Staten-Generaal op
dit punt is overgenomen van Usselinx' Raad voor Indië, zij het dat van de strikte scheiding
tussen publieke en private taken bij de WIC weinig meer over is. Over de rol van de Staten-
Generaal in de Heren XIX in de praktijk: Bick 2012, 121 e.v.

198. Art. 16 WIC Octrooi.

199. Art. 16 WIC Octrooi.

200. Op grond van art. 28 WIC Octrooi bedroeg de gezamenlijke beloning van bewindhebbers
0,5% van de opbrengsten van goud en zilver en 1% van de overige opbrengsten. Van dit
bedrag zouden boekhouders en kassiers worden betaald (art. 30 WIC Octrooi).

201. Art. 31 WIC Octrooi: *'De Bewint-hebberen sullen gheene Schepen/ Waren ofte Goederen
haer in't gheheel ofte deel toekomende/ aen dese Compagnie mogen leveren/ ofte
verkoopen: nochte vande selve Compagnie eenighe Koopmanschappen ofte Waren koopen
ofte doen koopen/ directelijck ofte indirectelijck/ noch portie ofte ghedeelte daerinne
hebben/ Op de verbeurte van een Jaer harer provisie/ die contrarie desen bevonden werdt
ghedaen te hebben/ ten proffijte vanden Armen/ ende van haer Bewint-hebberschap verlaten
te worden.'*

voerde dan bij de VOC.²⁰² Om meer beleggers aan te trekken werd het Octrooi in 1623 aangevuld door de zoutvaart op Punta de Araya en de Puncto del Rey alsnog onder het Octrooi te brengen.²⁰³ Toen ook dat niet voldoende bleek werd het Octrooi op 13 februari 1623, precies een maand vóór de tweede wijziging van het VOC Octrooi, aangevuld met een nader *Accord tusschen de Bewint-hebberen ende Hooft-participanten vande West-Indische Compagnie*.²⁰⁴ Dit *Accord* hangt dan ook nauw samen met de onderhandelingen tussen de doleanten, VOC-bewindhebbers en de Staten-Generaal. Het *Accord* bepaalde dat geen Octrooi-wijzigingen zouden worden verzocht zonder voorafgaande goedkeuring door de vergadering van bewindhebbers en hoofdparticipanten.²⁰⁵ Bovendien werd de eis van de VOC-doleanten om zeggenschap te krijgen bij het aangaan van leningen bij de WIC ingewilligd met het voorschrift dat in beginsel *de Compagnie geene Penningen op interesse oft deposito sal mogen lichten dan met advijs ende consent van 't meerendeel der Bewinthebberen ende Hooft-participanten*.²⁰⁶ Evenals een maand later bij de VOC bepaalde het WIC Octrooi dat de hoofdparticipanten die belast waren met het controleren van de financiële afrekening inzage in de onderliggende boeken zou toekomen.²⁰⁷ Deze hoofdparticipanten zouden onderworpen zijn aan de hierboven genoemde tegenstrijdig belang-bepaling. Aan de hoofdparticipanten werd tevens toegezegd dat zij enkele bewindhebbers mochten aanwijzen die speciaal de belangen van de hoofdparticipanten zouden behartigen.²⁰⁸ Voorts bepaalde het akkoord dat een van de aldus benoemde bewindvoerders uit Amsterdam en Zeeland zou worden afgevaardigd naar het college van de Heren

202. Na twee jaar was ingetekend voor f7.108.161, incl. ongeveer f1.000.000 die de VOC onder druk van de Staten-Generaal had ingetekend. De intekening werd verder bemoeilijkt doordat verschillende potentiële beleggers eigen belangen hadden in de handel op Afrika en Amerika (Den Heijer 2005, 63; Van der Heijden 1908, 90–91).

203. Van Brakel 1908, 135; Den Heijer 2005, 62.

204. *Octroy By de Hooghe Mogende Heeren Staten Generael, verleent aende West-Indische Compagnie, in date den derden Junij 1621 Mette Ampliatien van dien ende Het accord tusschen Bewint-hebberen ende Hooft-participanten*, Den Haag: Weduwe en erven Hillebrant Iacobssz van Wouw, 1623, 27 e.v.; zie ook *Groot Placaet-Boek I*, kolom 585 e.v.

205. Akkoord onder ten eerste (WIC Octrooi).

206. Akkoord onder ten derde (WIC Octrooi); zie voorts nr. 58.

207. Akkoord onder ten vierde en ten vijfde (WIC Octrooi).

208. Akkoord onder ten derde (WIC Octrooi): ‘*Dat de eerste twee vacerende plaetsen der Bewint-hebberen tot Amstelredam, alsmede de twee eerste van Zeelant en d’eerste inde Camer vande Mase sullen successivelijck gesuppleert en vervult worden byde Hooft-participanten vande respective Cameren, absoluyt by pluraliteyt van stemmen, staende onder den selven eedt, hebbende administratie als de andere Bewint-hebberen, ende sullen ghehouden zijn den Hooft-participanten te communiceren 'tghene haer aengaet, haer recht in de selve vergaderinge van Bewinthebberen te bewaren, naer gelegentheyt van saken, de selve te convoceren, en specialijck aende voorsz. Hooft-participanten verbonden en revocabel zijn, blijvende successivelijck de resterende Bewint-hebberen vande respective Provincien albereyts is gheordonneert, ofte noch geordonneert soude moge werden (...).*’

XIX. Daarnaast mochten de Amsterdamse en Zeeuwse hoofdparticipanten aan wie inzage in de boeken was gegund als toebehoorde aanwezig zijn bij de vergadering van de Heren XIX. Zij zouden de hoofdparticipanten van de overige kamers mogen informeren over het *gebeseigneurde inde vergaderinghe*.²⁰⁹

Het Octrooi van de WIC vertoonde, zo blijkt uit het bovenstaande, wel enige verschillen met dat van de VOC, maar deze zijn betrekkelijk gering vergeleken met de opzet die Usselinx voor ogen heeft gestaan. Sterker: het publieke belang was nog prominenter aanwezig dan bij de VOC. Het WIC Octrooi is opgesteld aan de hand van het VOC Octrooi, terwijl slechts enkele kleine wijzigingen ten gunste van de participanten zijn doorgevoerd. De meeste van deze wijzigingen zijn ook terug te vinden in het gewijzigde VOC Octrooi van 1623. Lang voor het ontstaan van het concernrecht waren VOC en WIC twee zustersvennootschappen.

2.3 De Engelse en Franse handelscompagnieën op Oost-Indië

2.3.1 *De East India Company*

65 Oprichting als *corporation*. Terwijl de Nederlandse economie aan het einde van de 16^e eeuw onstuimig groeide, maakte de economie in Engeland een moeilijke periode door. Het succes van de Hollandse voorcompagnieën bleef niet onopgemerkt en vormde een bedreiging voor de *Russia Company* en de *Levant Company* die tot dan toe over land met Azië handel dreven.²¹⁰ Vanaf 1599 kwam daarom een groep kooplieden, van wie velen belangen hadden in deze vennootschappen, bijeen ter voorbereiding van de oprichting van een Oost-Indische compagnie die zou handelen *in a Joint and a vnyted stock*.²¹¹ Op 31 december 1600 werd een *Royal Charter* verleend aan *The Governor and Company of Merchants of London trading into the East Indies*, kortweg *East India Company*.²¹² De EIC werd opgericht als *one body corporate and politick* en kreeg gedurende 15 jaar een monopolie op de handel tussen de Kaap de Goede Hoop en de Straat van Magellaens, waarbij de zij de bevoegdheid kreeg om *licenses* te verlenen aan derden voor de handel in een gedeelte van dat gebied.²¹³

De EIC is opgericht als *corporation*, de Engelse variant van de *universitas*, en vertoont in zoverre verwantschap met de VOC die weliswaar voortkomt uit de voorcompagnieën maar ook is beïnvloed door de *universitas* (zie § 1.2.3 en

209. Akkoord onder ten zevende (WIC Octrooi).

210. Lawson 1993, 1 e.v.

211. Harris 2005a, 225; Scott II (1912), 87 e.v.; Stevens 1886, 6–8.

212. Een transcriptie van de belangrijkste *charters* tussen 1600 en 1761, zie Shaw 1887. Over de EIC in het algemeen: Scott II (1912), 89–227; Chaudhuri 1965; Lawson 1993; Hartung 2000; Harris 2004a, 2005a; Robins 2006.

213. Shaw 1887, 2, 6, 12.

nr. 48). Beide namen als rechtssubject deel aan het rechtsverkeer en hun beider bestaan was niet afhankelijk van het bestaan van de leden, directeuren (EIC) of bewindhebbers (VOC).

Ondanks enkele overeenkomsten die vallen te herleiden tot de continentale *universitas* en de Engelse *corporation*, bestaan er belangrijke verschillen. In § 1.2.2–1.2.4 is gebleken dat de *universitas* en *corporation* zijn gebruikt als institutioneel kader voor zeer uiteenlopende organisaties. De *universitas* en *corporation* zijn onder andere gebruikt als rechtsvorm voor instituties met een overwegend publiekrechtelijk karakter, zoals (stad)staten, provincies, de Admiraliteit en de polderbesturen. Jurisdictionele bevoegdheden, zoals de bevoegdheid om nadere regels te stellen en te handhaven en om bevoegdheden aan derden over te dragen, hadden bij dit type *universitas* vooral betrekking op de inwoners of burgers binnen het functionele of territoriale gebied waarvoor de jurisdictie was verleend. In het geval van de VOC zagen de bevoegdheden voornamelijk op het bestuur en administratie van de gebieden waarbinnen het monopolie was verleend. De jurisdictionele bevoegdheden van de VOC strekten er vooral toe, de Staten-Generaal in de Oost te vertegenwoordigen en de belangen van de Generaliteit te dienen. In § 2.1 bleek dat hierin een belangrijke bron van (belangen)conflicten binnen is gelegen.

De *universitas* bood ook het institutioneel kader voor meer privaatrechtelijke verenigingen van personen, het *collegium*. Hoewel ook bij *collegia* van oudsher een band met het publiekrecht aanwezig is geweest, trad hier corporatieve ledenorganisatie sterker op de voorgrond. Dat gold in de Middeleeuwen vooral voor de ambachts- en handelsgilden in Europa, waaruit (in Engeland) de *regulated company*, en vervolgens de *joint stock company* zijn voortgekomen. Deze *corporations* werden gekenmerkt door grote invloed van de leden/aandeelhouders die werden uitgeoefend in de ledenvergadering, door het meerderheidsbeginsel in deze vergaderingen en doordat jurisdictionele bevoegdheden (mede) in de interne verhoudingen werden uitgeoefend. Sommige van deze *regulated* of *joint stock companies* vervulden tevens een publieke taak, maar dat was niet altijd het geval. Blijkens haar eerste *charters* zou de EIC zich uitsluitend toeleggen op de handel en was er van koloniale en belligerente intenties vanwege de koningin geen spoor te bekennen.²¹⁴ Dit had tot gevolg dat zich in de eerste decennia van haar bestaan bij de EIC minder fundamentele interne (belangen)conflicten voordeden dan bij de VOC.

66 *Court of committees en general court.* Hoewel de EIC een *joint stock company* was, blijkt dit niet uit het oprichtings-*charter*. Dit vermeldt niets over haar kapitaalstructuur en regelt voornamelijk de interne organisatie naar het patroon van de *regulated company*. Het bestuur was in handen van

214. Shaw 1887, 7; Lawson 1993, 20 en 23.

een *governor* en 24 *committees*, gezamenlijk *court of committees*.²¹⁵ Hun taak was de *Direction of the Voyages of and for the Company and the provisions of the shipping and the Merchandizes thereunto belonging and also the Sale of all Merchandizes returned in the Voyages of and for the Company*.²¹⁶ De *court of committees* bepaalde niet alleen het algemene beleid, maar had ook verschillende administratieve en uitvoerende taken.²¹⁷ Daartoe werden verschillende subcommissies opgericht die zich bezighielden met het uitrusten van schepen, het werven van personeel, het voeren van correspondentie met Indië en de boekhoudkundige controle.

Voorts oefende de *court of committees* de jurisdictionele bevoegdheden uit die aan de EIC als *corporation* waren toegekend: de *court of committees* beslechtte interne geschillen en had de bevoegdheid om de naleving van reglementen af te dwingen door straffen op te leggen, voor zover deze niet *unreasonable* waren of strijdig met het Engelse recht.²¹⁸

Het tweede belangrijke orgaan was de aandeelhoudersvergadering, de *general court*. Besluiten van de *general court* werden genomen bij meerderheid van stemmen van de aanwezige leden. Als quorum-vereiste gold slechts de aanwezigheid van de *governor* of zijn plaatsvervanger.²¹⁹ Alle aandeelhouders, ongeacht hun financieel belang, konden aanvankelijk één stem uitbrengen. Dit kan worden verklaard door het feit dat de interne organisatie was gemodelleerd naar de *regulated company*, waarin eveneens ieder lid één stem kon uitbrengen, maar waarin de leden nog voor eigen risico handel dreven. Blijkens de preambule van het (overigens verloren gegane) *charter* van 1657 is de stemgerechtigheid aangepast, zodat voortaan een belang van £ 500 recht gaf op één stem, terwijl aandeelhouders met een gezamenlijk belang van £ 500 tezamen één stem konden uitbrengen (*cumulative voting*).²²⁰ Uitsluitend zij die ten minste £ 1.000 inlegden waren verkiesbaar als lid van een *committee*. Het *charter* van 1693 bracht verdere wijzigingen in de zeggenschap ten gunste van grootaandeelhouders: *cumulative voting* werd afgeschaft, terwijl voor iedere £ 1000 één stem worden uitgebracht.²²¹ Anderzijds werd het stemrecht van de

215. Gialdroni 2011, 281 e.v.; Harris 2005a, 229. Veel van de leden van de *court of committees* waren kooplieden die tevens lid waren van andere handelsvennootschappen zoals de Levant Company, de French Company of de Spanish Company (Harris 2004a, 37). Vanaf 1709 werden zij *court of directors* genoemd.

216. Shaw 1887, 3; Hartung 2000, 150–151.

217. Chaudhuri 1956, 32.

218. Shaw 1887, 7; Hartung 2000, 43.

219. Shaw 1887, 4 e.v.

220. Sainsbury 1916, 174. In het *charter* van 1661 is dezelfde bepaling opgenomen (Shaw 1887, 44). Volgens Harris 2005a, 230 bevat het *charter* van 1609 reeds een dergelijke regeling. Met Gialdroni 2009, 17 en Gialdroni 2011, 286 e.v. meen ik dat dit niet uit het *charter* van 1609 (gepubliceerd in Shaw 1887, 16) kan worden afgeleid.

221. Shaw 1887, 107; Gialdroni 2009, 17 e.v.

grootste aandeelhouders beperkt, doordat niet meer dan tien stemmen konden worden uitgebracht.²²²

De *general court* kwam jaarlijks in juli en bij de binnenkomst van nieuwe schepen bijeen. Van de leden werd verwacht dat zij een actieve rol speelden in de *general court*; in 1608 werd zelfs besloten boetes uit te delen aan de leden die zonder bericht afwezig waren.²²³ Tijdens de jaarvergadering werden een nieuwe *governor* en *committees* gekozen en werd hun salaris vastgesteld.²²⁴ De *governor* en *committees* konden ook tussentijds worden ontslagen.²²⁵ De leden werden in de aandeelhoudersvergadering uitvoerig geïnformeerd over de gang van zaken binnen de EIC, over de ontvangen brieven uit Azië, de koop en verkoop van verschillende handelsgoederen, over belastingen, over activiteiten van concurrerende staten of de VOC etc.²²⁶ Besluiten over belangrijke onderwerpen, zoals over het aantal uit te zenden schepen, de bestemming ervan en de verkoop van geïmporteerde goederen, moesten ter goedkeuring worden voorgelegd aan de *general court*. Hoewel de *general court* geen formeel bindende instructies aan de *court of committees* kon geven, kon de *general court*, als gevolg van haar jaarlijkse (her)benoemingsrecht, in de praktijk de naleving ervan afdwingen.²²⁷

67 EIC als kapitaalvennootschap. Hoewel de EIC, anders dan de VOC, van aanvang af een sterke ledenorganisatie kende, was zij in de eerste decennia van haar bestaan als kapitaalsassociatie minder ver ontwikkeld dan de VOC. Tot halverwege de 17^e eeuw kende zij geen permanent aandelenkapitaal, maar een *terminable joint stock* die doet denken aan de kapitaalstructuur van de voorcompagnieën.²²⁸ Na terugkomst van de schepen vond er een quasi-liquidatie plaats, waarna de individuele leden konden beslissen al dan niet in te leggen in een volgende *joint stock*. Weliswaar besloten de 218 leden om de opbrengst van de eerste reis door te schuiven naar de tweede, maar de volgende reizen werden tot 1611 telkens individueel gefinancierd.²²⁹ Vermoedelijk was deze kapitaalstructuur uit nood geboren,

222. Het *charter* van 1698 vereiste een belang van £ 2.000, terwijl ook de stemverhoudingen opnieuw werden aangepast (Shaw 1887, 124 e.v.; Harris 2005a, 230 en Scott II (1912), 129, 131 en 158).

223. Harris 2004a, 34–35.

224. Shaw 1887, 5, 21, 35; Chaudhuri 1965, 32; Hartung 2000, 43.

225. Shaw 1887, 5, 21, 35; Hartung 2000, 152.

226. Harris 2004a, 34.

227. Chaudhuri 1965, 32–33.

228. Von Nordenflycht 2011; Hartung 2000, 32 e.v.

229. Harris 2004a, 39.

omdat de economische omstandigheden in de eerste jaren niet gunstig waren en de EIC grote moeite had het benodigde kapitaal te vergaren.²³⁰

De mogelijkheid voor leden om iedere reis te besluiten al dan niet in te leggen – een natuurlijk *exit*-moment – verschaftte hen een sterke positie ten opzichte van het bestuur; anderzijds bemoeilijkt deze wijze van financiering het verwerven van vaste activa en het doen van langetermijninvesteringen in Azië.²³¹ De administratie van de verschillende rekeningen voor de afzonderlijke reizen werd bovendien ingewikkeld, toen de EIC naar Nederlands voorbeeld een intra-Aziatisch handelsnetwerk ging opzetten, zodat het niet langer mogelijk was om bepaalde baten en lasten toe te rekenen aan een individuele expeditie.²³² De ontwikkeling naar een permanent aandelenkapitaal had echter nog echter een lange weg te gaan.²³³ Pas vanaf 1651 (*de facto*), althans 1657 (*de jure*) kende de EIC een vast aandelenkapitaal.²³⁴ Anders dan bij de VOC zou het kapitaal van de EIC telkens blijven groeien door nieuwe uitgaven van aandelen.²³⁵

Vergeleken met de VOC had de EIC aanvankelijk een besloten karakter. Leden of aandeelhouders konden niet vrij toetreden: het lidmaatschap stond open voor de 218 in het *charter* genoemde personen, hun zonen in de leeftijd van ten minste 21 jaar, hun facteurs, gezellen en voor hen die als zodanig door de EIC waren toegelaten.²³⁶ Nieuwe leden betaalden entreegeld (*fine*) en

230. Tussen 1601 en 1611 werd door de EIC in totaal (omgerekend) f 4 miljoen geïnvesteerd, tegen f 12 miljoen door de VOC (Gelderblom 2005, 237). Het was soms nodig om termijnen te stellen (en te verlengen) waarbinnen aandeelhouders moesten besluiten al dan niet opnieuw in te leggen, waarna anderen hun aandeel konden vergroten of niet-leden werden uitgenodigd te investeren. Deze potentiële investeerders kregen soms zelfs stemrecht in de *general court*, maar deelden vanzelfsprekend niet in de opbrengsten indien zij uiteindelijk niet zouden deelnemen (Harris 2004a, 38 en 40).

231. Scott I (1912), 155. Zo was de VOC in staat haar eigen schepen te laten bouwen, terwijl de EIC deze aanvankelijk moest huren.

232. Harris 2004a, 30.

233. In 1611 legden de leden geld in voor vier reizen; in 1613 werd £ 429.000 ingelegd voor een periode van vier jaar, ongeacht het aantal reizen. In 1617 volgde een tweede op deze manier samengebrachte *joint stock* (£ 1.629.040) en in 1631 een derde (£ 420.700) (Hartung 2000, 33). In 1628, 1629 en 1630 wordt apart kapitaal verzameld voor drie reizen naar Perzië (Harris 2005a, 233).

234. Sainsbury 1916, 174; Harris 2005a, 233.

235. Omdat pas aan het einde van de 18^e een obligatiemarkt ontstond, kon de EIC minder eenvoudig dan de VOC vreemd vermogen aantrekken. In de Nederlanden kwam de obligatiehandel ongeveer gelijktijdig met de opkomst van de beurshandel in aandelen tot ontwikkeling. De EIC heeft zich daarom lange tijd voornamelijk gefinancierd door aandelenemissies. Bij de VOC hebben de bewindhebbers zich altijd verzet tegen uitgaven van aandelen, omdat hun belang hiermee zou verwateren.

236. Scott II (1912), 92; Harris 2005b, 25. De individuele participaties varieerden van £ 100–3.000, met £ 200 als meest gebruikelijke bedrag.

lidmaatschapsgeld en waren verplicht een eed van trouw af te leggen.²³⁷ De *general court* kon bovendien leden royeren indien zij hun verplichtingen niet nakwamen.²³⁸ Voor Engelse begrippen was de EIC echter open; mits toegelaten door de *general court* kon eenieder, inclusief buitenlanders lid worden.²³⁹ Weliswaar waren de meeste aandeelhouders, ruim 80%, kooplieden, maar dit percentage lag veel lager dan bij andere *joint stock* of *regulated companies* uit dezelfde periode.²⁴⁰ De EIC slaagde er dus in om relatief veel investeerders van buitenaf aan te trekken.²⁴¹ Deze externe investeerders beperkten veelal hun actieve rol binnen de EIC tot deelname aan de *general court*.

EIC-aandelen waren overdraagbaar, maar de overdracht vereiste de goedkeuring door de vennootschap. Werd deze geweigerd, dan hadden de aandeelhouders in de eerste jaren nog *de facto* een exit-mogelijkheid door niet te investeren in een volgende onderneming.²⁴² Ook de jaarlijkse aandeelhoudersvergaderingen boden een goede gelegenheid om in- of uit te stappen.²⁴³ Met het ontstaan van een permanent aandelenkapitaal in de jaren 1650 verdween een natuurlijk *exit*-moment, terwijl de secundaire markt nog nauwelijks bestond. Daarom bepaalde het *charter* van 1657, waarin het vaste aandelenkapitaal werd geformaliseerd, dat de EIC in 1664 zou worden gewaardeerd, waarna aandeelhouders het recht zouden krijgen om te worden uitgekocht.²⁴⁴ Vanaf ongeveer 1675 ontstond geleidelijk de beurshandel in aandelen, zodat aandeelhouders vanaf dat moment eenvoudig hun belang konden vervreemden.

68 Interne conflicten. Ondanks de sterke zeggenschapspositie van aandeelhouders, met name inzake de benoeming en ontslag van *directors*, hebben zich regelmatig conflicten voorgedaan tussen de *general court* en de *court of*

237. Hartung 2000, 44.

238. Hartung 2000, 152.

239. Zo namen in 1614 enkele Hollandse kooplieden belangen van £ 3.000–£ 6.000 in de EIC; zij moesten wel een hoog entreegeld van £ 400–£ 600 betalen; Scott II (1912), 103; Chaudhuri 1965, 37; Hartung 2000, 145.

240. Harris 2004a, 36 e.v.; Hartung 2000, 144.

241. Dit varieerde van eenvoudige ambachtslieden tot personen van adel voor wie het om sociale redenen niet mogelijk was zich actief met de handel bezig te houden.

242. Harris 2004a, 38–39.

243. Harris 2009b, 32. Soms werden aandelenveilingen georganiseerd waarbij kopers die nog niet lid waren meteen konden toetreden na betaling van hun entreegeld (Scott I (1912), 161).

244. Sainsbury 1916, 174; Scott II (1912), 129; Robins 2006, 46. Toen het zover was bleek hiervoor echter nauwelijks belangstelling te bestaan. Scott II (1912), 132 zoekt op niet geheel overtuigende gronden de verklaring in een voldoende liquide aandelenmarkt. Uit recent onderzoek blijkt dat tussen 1661 en 1663 jaarlijks gemiddeld 44 aandelentransacties EIC plaatsvonden (Murphy 2009, 16). Aannemelijker is dat de aandeelhouders, als gevolg van de rooskleurige perspectieven, geen interesse hadden (vgl. Lawson 1993, 44.) Denkbaar is voorts dat de markt de waarde van EIC-aandelen hoger inschatte dan de *valuators*. Vgl. voorts Carlos & Neal 2011.

committees. Dikwijls stonden daarbij kooplieden tegenover aandeelhouders van adel en andere leden die hun participatie primair beschouwden als belegging. De externe beleggers hadden belang bij regelmatige en hoge dividenduitkeringen, ook als de EIC daartoe leningen moest aangaan. De *court of committees*, dikwijls gesteund door kooplieden, was meer gericht op het langetermijnbelang en benadrukte de noodzaak van investeringen in Azië, ook indien dit ten koste ging van dividenduitkeringen.²⁴⁵

De verslechterde financiële positie in de loop van de jaren 1620 was bron van verschillende conflicten. Zo werd de *court of committees* beschuldigd van corruptie en wilden aandeelhouders de tweede *joint stock* liquideren, terwijl de *court of committees* juist voortzetting en zelfs bijstorting verlangde. Tegelijk werd een poging gedaan om geld op te halen voor een derde *joint stock*. Omdat deze niet voldoende kapitaal bijeenbracht, werd weer teruggegrepen op het oude systeem van een *joint stock* voor individuele handelsexpedities, hetgeen resulteerde in de *First, Second en Third Persian Voyages*.²⁴⁶ De verschillende *joint stocks* droegen niet bij tot een eenvoudige administratie en vormden weer een zelfstandige bron van conflicten tussen aandeelhouders en *directors*.²⁴⁷ In 1628 vermeldde de annalen dat *the disputes between the agents of the different bodies had been almost as bad as those with the Dutch*.²⁴⁸ Aandeelhouders onder leiding van Thomas Smethwike voerden toen algemene oppositie tegen het beleid van de *court of committees* en bepleitten geheime stemmingen bij verkiezingen, alsmede het instellen van een commissie die onderzoek zou doen naar de gang van zaken binnen de EIC.²⁴⁹ Weldra bleek achter hun agitatie Charles I te zitten die een belang van 20% in de EIC wenste te nemen zonder daarvoor willen te betalen, in ruil voor koninklijke protectie.²⁵⁰ Dit voorstel werd beleefd afgeslagen uit vrees voor een te grote invloed van de koning.²⁵¹

245. Chaudhuri 1965, 56–57; Scott II (1912), 107. Tegen deze achtergrond moet het conflict uit 1619 worden begrepen dat handelde over de vraag of de *general court* enkele aandeelhouders als auditor kan benoemen om meer inzicht te krijgen in de bedrijfsvoering. *Governor* Thomas Smith kon met de wens van aandeelhouders niet instemmen en bood daarom zijn ontslag aan. Een interventie van de koning die zijn steun uitsprak voor Smith bracht de aandeelhouders vervolgens tot bedaren (Chaudhuri 1965, 58). In 1629 ontstond (evenals bij de VOC twee decennia eerder) onenigheid over de vraag of uitkeringen zouden geschieden in geld of *in natura*. Kooplieden verwachtten extra winst te kunnen behalen met uitkeringen in natura; andere aandeelhouders prefereerden uitkeringen in geld. Uiteindelijk werd besloten om een uitkering in geld te doen *in order to give contentement to the gentry* (Scott II (1912), 110).

246. Scott II (1912), 108.

247. Shaw 1887, V.

248. Court Book X, 25 juni 1628, aangehaald in Scott II (1912), 109.

249. Scott II (1912), 108; Chaudhuri 1965, 59.

250. Scott II (1912), 109–110; Chaudhuri 1965, 59; Lawson 1993, 32 e.v.

251. In 1634–1635, voerde Smethwike opnieuw oppositie tegen de *court of committees*, dit maal over de vraag of de leden inzage mocht worden geweigerd in de boeken van de vennootschap en of de *court of committees* de kort tevoren afgedwongen kwartaalvergaderingen weer kon afschaffen (Chaudhuri 1965, 59–60).

69 Vergelijking VOC en EIC. De mislukte poging van de koning om invloed te winnen is exemplarisch voor de grote verschillen tussen de EIC en de VOC. In § 2.1 is uitvoerig aandacht besteed aan de verhouding tussen bewindhebbers, participanten, de Generaliteit en andere publieke instituties ten tijde van de Republiek. Daaruit kwam naar voren dat er nauwelijks controle op de bewindhebbers werd uitgeoefend, terwijl er nauwe personele banden en een hoge mate aan belangenparallelle bestonden tussen de bewindhebbers en de verschillende overheidsinstituties. Bij de EIC was dit krachtenveld, althans in de eerste decennia van 17^e eeuw, volkomen anders: de EIC was primair een handelsorganisatie zonder grote koloniale ambities.²⁵² Dit betekende niet dat er geen banden bestonden met de koning – immers, haar bestaan hing af van een door de koning verleend *charter*, terwijl de koning vanzelfsprekend interesse had in de belastingopbrengsten die de EIC genereerde. James I wist bovendien zijn positie uit te buiten door in 1618 *af te zien* van een *charter* aan een nieuw op te richten *Scottish East India Company*, in ruil voor een lening van £ 20.000 door de EIC aan de koning, een lening die nooit werd terugbetaald.²⁵³ Deze gang van zaken had vervolgens zijn weerslag op de bereidheid van aandeelhouders om in de EIC te investeren. In 1637 verleende Charles I daadwerkelijk een *charter* aan een concurrerende vennootschap om te handelen in de gebieden waar de EIC niet actief was.²⁵⁴ Het handelsmonopolie stond ook op een andere manier onder druk: anders dan de decentraal georganiseerde VOC had de EIC haar thuisbasis in Londen, hetgeen haar kwetsbaar maakte voor kritiek van kooplieden uit andere havensteden die geen mogelijkheid hadden om op Indië te handelen. De kritiek werd versterkt door het monopolie van de EIC op de uitvoer van edelmetalen.²⁵⁵ In de jaren '40 werd het conflict tussen koning en parlement ook binnen de gelederen van de EIC uitgevochten. Na de executie van Charles I in 1649 stond de nieuwe machthebber Cromwell voor de vraag of hij het in 1653 verlopen *charter* moest verlengen. Niet dan na lange aarzeling en strijd werd deze vraag in 1657 beantwoord met een nieuw *charter*. Kortom, ook een zuivere handelsmaatschappij die de EIC wilde zijn, kon zich aan haar hoedanigheid van *body politic* uiteindelijk niet onttrekken.

Het *charter* van 1657 bevatte belangrijke institutionele vernieuwingen. Om grootaandeelhouders te compenseren voor de beperking van hun exit-mogelijkheden – het *charter* introduceerde een *permanent joint stock* op het moment dat de beurshandel nog nauwelijks bestond – werd hun zeggenschap vergroot door de introductie van het proportionele stemrecht. Groot- en kleinaandeelhouders werd bovendien een *exit*-mogelijkheid gegeven doordat zij het recht kregen om in 1664

252. Lawson 1993, 46 e.v.

253. Lawson 1993, 33 e.v.

254. Lawson 1994, 34.

255. Lawson 1993, 36.

te worden uitgekocht. Zo bestaat er in Engeland een direct verband tussen het proportionele stemrecht en het permanente aandelenkapitaal.

Mede dankzij de versterkte kapitaalbasis maakte de EIC in de tweede helft van de 17^e eeuw een sterke groei door. Geleidelijk raakte de EIC meer en meer verweven met de Engelse politiek op de Oost en ging zij in zoverre meer op de VOC lijken. Krachtens het *charter* van 1661 werden alle factorijen, plantages en forten in de Oost onder bestuur van de EIC geplaatst, kreeg zij de bevoegdheid om gouverneurs aan te stellen, de oorlog te verklaren en vrede te sluiten.²⁵⁶ In 1674 werd het eiland St. Helena dat de Engelse Kroon op de VOC had veroverd aan de EIC overgedragen en onder haar bestuur geplaatst, terwijl zij in 1677 het muntrecht te Bombay kreeg.²⁵⁷

Toch bleven er in de 17^e eeuw belangrijke verschillen met de VOC bestaan. De groeiende verwevenheid met de Engelse buitenlandse politiek liet de sterke zeggenschapspositie van de *general court* onverlet. Het interne krachten- en belangenveld bleef daardoor anders dan bij de VOC. Mij zijn dan ook geen aanwijzingen bekend van grootschalig machtsmisbruik en zelfverrijking op het niveau van de VOC, althans in de 17^e eeuw.²⁵⁸ In 1721 of 1722 is wel een (anoniem) pamflet verschenen waarin EIC bestuurders worden beschuldigd van machtsmisbruik op een wijze die doet denken aan de pamflettenstrijd bij de VOC; mogelijk hangen deze beschuldigingen samen met de *South Sea Bubble* die in het volgende hoofdstuk wordt behandeld.²⁵⁹

Ironisch genoeg zette de grote macht van aandeelhouders de EIC aanvankelijk juist op achterstand van de VOC. Dankzij steun van de Staten van Holland konden de bewindhebbers van de VOC het zich permitteren om in strijd met het Octrooi af te zien van de eerste rekening en verantwoording en om aandeelhouders het recht te onthouden hun geld na tien jaar terug te vragen. Door aandeelhouders hun rechten te ontfangen konden bewindhebbers langetermijninvesteringen doen en de Engelsen verjagen, zodat de VOC een concurrentievoordeel opbouwde dat de EIC pas na

256. Shaw 1887, 44 e.v.

257. Shaw 1887, 58 e.v.; 65 e.v.

258. Halverwege de 18e eeuw deden zich overigens wel schandalen voor (Robins 2006, 37; 81 e.v.).

259. Het pamflet wordt geciteerd in *Collection of Papers 1730*, viii: 'Those who have the Direction of their Affairs, have often but small Parts of their Fortunes embarked in their Stock, and always have an Interest separate from that of the Company, and commonly, if not always, raise vast Estates at their Expence; the Materials of their Ships, and the Commodities they carry, are generally sold by themselves, or brought of their Friends and Relations by Confederacy, at exorbitant Prices; favourite Shipwrights are employed for Presents; their Relations or Creatures are made Captains or Masters of their Vessels, to carry on private Commerce, to the Detriment of the Company; Governors of Forts, Factors and Agents are sent abroad to get great Estates upon the Publick, and perhaps share them with their Patrons at home; their Goods shall be set in such Lots, and sold at such Times as shall be most for the private Interest of the governing Directors, who will have them often bought up in Trust for themselves or Friends; and by these Means, as the Company oppresses the rest of the Nation, the Governors and Directors cheat the Company.'

meer dan een eeuw kon inlopen. De eerste vijftig jaar werd de EIC juist gehinderd door machtige aandeelhouders die telkens konden beslissen al dan niet geld in te leggen, zodat een permanent aandelenkapitaal, en daarmee een duurzame organisatie en langetermijninvesteringen werden bemoeilijkt.²⁶⁰

Interessant is tot slot het verschil in ontwikkelingstempo tussen de beide vennootschappen. De VOC verscheen weliswaar vanaf het begin van de 17^e eeuw *wie ein Meteor*²⁶¹ aan het vennootschapsrechtelijke firmament, maar zij maakte na 1623 geen grote vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen door. Een belangrijke kracht van de EIC zou liggen in haar vermogen tot permanente evolutie.²⁶² Bij de EIC werden met grote regelmaat tussentijds *charters* gewijzigd, waarbij de interne organisatie wijzigingen onderging, de kapitaalstructuur werd aangepast, beurshandel werd gefaciliteerd, nieuwe privileges werden toebedeeld of nieuwe taken aan de EIC werden opgedragen. Het vermogen tot aanpassing zal ertoe hebben bijgedragen dat de EIC na een – in vergelijking met de VOC – bescheiden start, kon uitgroeien tot een imperium dat de VOC overvleugelde. De EIC bewees dat de kracht van veel duurzame instituties er mede in gelegen is om mettertijd een *Substitution des Grundes*, een geleidelijke verandering van grondslag te ondergaan.²⁶³

2.3.2 *De Compagnie pour le Commerce des Indes Orientales*

*Enfin il n'est resté aux Français dans cette partie du monde que le regret d'avoir dépensé (...) des sommes immenses pour entretenir une compagnie qui n'a jamais fait le moindre profit, qui n'a jamais rien payé aux actionnaires et à ses créanciers du profit de son négoce; qui (...) n'a subsisté que d'un secret brigandage.*²⁶⁴

70 Oprichting. Sinds het begin van de 17^e eeuw zijn in Frankrijk pogingen ondernomen om een handelonderneming op Oost-Indië op te zetten.²⁶⁵ In 1604 richtte Gérard de Roy de *Compagnie de Le Roy* op die er evenwel niet in slaagde schepen uit te zenden.²⁶⁶ In 1609 trachtte Pierre Jeannin (de Franse

260. Aldus ook Von Nordenflycht 2011 en Gaastra 2009, 24.

261. Lehmann 1895, 7–8: “Im Anfange des 17. Jahrhunderts steigt wie ein Meteor die grosse Niederländisch-Ostindische Compagnie auf; sie, das Vorbild für andere Compagnien Hollands (...). Frankreich, England, Dänemark, Schweden, Kurbrandenburg ahmen das Beispiel des unternehmungslustigen friesischen Freistaats nach.”

262. Robins 2006, 6.

263. Over de *Substitution des Grundes*, gemunt door Walther Rathenau, uitvoerig nr. 139.

264. Voltaire over de *Compagnie pour le commerce des Indes Orientales*, Siècle de Louis XV, chap. 35.

265. Over de CIO o.a. Dibadj 2011; Bonnassieux 1892, 255–340; Conac 2005 met verdere verwijzingen.

266. Bonnassieux 1892, 255; Conac 2005, 133.

ambassadeur in de Nederlanden; 1540–1622) Hollanders zoals Le Maire, Planctius en Lintgens te engageren voor de Franse plannen. De welwillendheid van Le Maire en Lintgens ten spijt, zijn deze pogingen verhinderd door Van Oldenbarnevelt.²⁶⁷ Latere pogingen in 1615 en 1642 hadden evenmin succes.²⁶⁸ In 1664 kwam de *Compagnie pour le Commerce des Indes Orientales*, kortweg *Compagnie des Indes Orientales* (CIO) wel van de grond.²⁶⁹ Drijvende kracht achter de oprichting was Colbert (1619–1683), de bekende minister van financiën onder Lodewijk XIV die in dezelfde jaren ook de *Compagnie des Indes Occidentales* en de *Compagnie générale pour les Assurances et grosses Aventures* oprichtte.

Hoewel het octrooi van de CIO²⁷⁰ overeenkomsten vertoont met zowel dat van de VOC als de EIC, lijkt de invloed van de VOC groter. Aan de CIO werd een handelsmonopolie verleend voor de handel beoosten de Kaap de Goede Hoop voor de periode van 50 jaar.²⁷¹ Uit de verschillende jurisdictionele bevoegdheden blijkt dat ook de CIO kenmerken van de *universitas* vertoonde: ze voerde een eigen zegel en kreeg evenals de VOC belangrijke suzereine taken en bevoegdheden. Alle landen en eilanden die zij zou veroveren, met inbegrip van alle bodemschatten zouden de compagnie toebehoren *à perpétuité*.²⁷² Zij kreeg regelgevende bevoegdheid en mocht rechters benoemen. Deze zouden op grond van het koninklijke zegel rechtspreken naar de *Coûtume de Paris* en konden aan arresten een executoriale titel verlenen.²⁷³ De CIO was bevoegd een luitenant-generaal te benoemen over de veroverde gebieden; zij kon namens de Franse koning ambassadeurs sturen naar de koningen van Indië, verdragen sluiten, de oorlog verklaren en vrede sluiten.²⁷⁴ De koning beloofde de CIO militaire bijstand te verlenen en gunde haar vrijstellingen voor verscheidene belastingen.²⁷⁵ De CIO kreeg bovendien de missionaire opdracht om het geloof te verspreiden en kerken te bouwen.²⁷⁶

De invloed van de *universitas* bracht met zich dat de vennootschap, in de huidige terminologie, rechtspersoonlijkheid genoot, zo volgt uit art. 5 en 22.²⁷⁷ Art. 5 bepaalde dat directeuren niet privé aansprakelijk zouden zijn voor

267. Bonnassieux 1892, 256; Van Dillen 1930, 5 e.v.

268. Bonnassieux 1892, 257 e.v.; Conac 2005, 133–134.

269. De belangrijkste vennootschapsrechtelijke documenten van de CIO zijn samengebracht door Dernis I (1755); Dernis II (1755); Dernis III (1755); Dernis IV (1756).

270. Het octrooi van 1664 is opgenomen Dernis I (1755), 50–69.

271. Art. 27.

272. Art. 28.

273. Art. 16, 31, 33 en 34.

274. Art. 35 en 36.

275. Art. 40 e.v.

276. Art. 30.

277. Conac 2005, 136.

schulden van de vennootschap,²⁷⁸ terwijl de CIO en haar directeuren op grond van art. 22 niet aansprakelijk waren voor schulden van aandeelhouders. Omgekeerd bepaalde art. 2 dat noch de directeuren, noch aandeelhouders verplicht waren tot storting boven de nominale waarde.²⁷⁹ Omstreden is de vraag of deze bepaling ook een beperkte *externe* aansprakelijkheid behelsde, of slechts *interne* werking had.²⁸⁰ Intussen is deze vraag slechts van theoretisch belang omdat, zoals hieronder zal blijken, de koning de bepaling naar believen terzijde zou schuiven.

Het octrooi van de CIO zet een stap in de richting van een vaste nominale waarde. Art. 1 bepaalde namelijk dat iedere investeerder ten minste 1000 *livres* moest inleggen, terwijl, indien hij meer wenste in te leggen, dit meerdere een veelvoud van 500 *livres* zou bedragen.²⁸¹ Hoewel op alle mogelijke manieren werd getracht het beleggend publiek in binnen- en buitenland te interesseren, viel de inleg tegen.²⁸² In plaats van de geplande 15 miljoen *livres*, werd slechts voor 9 miljoen *livres* ingetekend, waarvan 4 miljoen door de koning.²⁸³

De invloed van de VOC op de CIO blijkt o.a. uit de kamerstructuur. In verschillende steden zouden *Chambres de Direction particulière* worden gevestigd die in zekere mate ondergeschikt zouden zijn aan de Parijse *Chambre de la Direction générale*, maar die niettemin een beperkte autonomie zouden genieten. Toezicht door de *Chambre de la Direction générale* zou geschieden door de verplichting van de *Chambres de Direction particulière* om elke zes maanden een afrekening naar Parijs te sturen.²⁸⁴ Mogelijk werd met de kamerstructuur beoogd om de handel in de provincie te stimuleren onder

278. 'Les Directeurs de ladite Compagnie ne pourront être inquiétés ni contraints en leurs personnes & biens pour raison des affaires de ladite Compagnie, ni les effets d'icelles susceptibles d'aucuns hypothèques pour nos affaires, ni saisis pour ce qui pourroit nous être dû par les particuliers intéressés en icelle.'

279. 'Les Directeurs, ni les particuliers intéressés ne pourront être tenus pour quelque cause ou prétexte que ce soit, de fournir aucune somme au-delà de celle pour laquelle ils se seront obligés dans le premier établissement de la Compagnie, soit par manière de supplément ou autrement.'

280. Lévy-Bruhl 1938, 244 betoogt dat art. 2 slechts interne werking had.

281. Art. 1: '(...) & ne pourra chacune part être moindre de mille livres, ni les augmentations de cinq cens livres, pour la facilité des calcus, répartitions & ventes d'actions.' Hieruit blijkt voorts dat aandelen overdraagbaar zijn, hoewel het octrooi zwijgt over de wijze waarop overdracht kon geschieden. Tijdens de hausse van 1720 werden ook aandelen aan toonder verhandeld (Conac 2005, 138).

282. Aan de adel werd verzekerd dat zij zouden kunnen participeren *sans que pour ce qu'ils dérogent à leur noblesse & privilèges* (art. 1). Buitenlandse investeerders kregen het staatsburgerschap in het vooruitzicht gesteld bij een inleg van ten minste 20.000 *livres*, terwijl op gezag van de koning werd beloofd dat zelfs in geval van oorlog de aandelen niet zouden worden geconfiscieerd (art. 3 en 4). Zelfs in de Nederlanden werd een prospectus verspreid (Knuttel 1978, nr. 8832 en 8833).

283. Conac 2005, 138–139.

284. Art. 19.

de paraplu van één octrooi.²⁸⁵ Anders dan de VOC miste CIO echter voorgangers van de afzonderlijke kamers in de vorm van voorcompagnieën. Dit behoeftte het functioneren van een kamerstructuur strikt genomen niet in de weg te staan, zoals het voorbeeld van de WIC bewijst. In de Nederlanden was de politieke macht echter bijna geheel gedecentraliseerd en was bijgevolg de positie van de steden sterker ten opzichte van het centrale gezag dan in Frankrijk. De kamerstructuur bleek dan ook in Frankrijk niet te werken en is in 1684 afgeschaft.²⁸⁶

Tot zover blijkt niet dat de CIO veel verder ontwikkeld is dan de VOC. Dat was anders voor wat betreft de zeggenschapsrechten van aandeelhouders. In de CIO konden aandeelhouders de directeuren van hun kamer rechtstreeks benoemen. Tevens wezen zij hun afgevaardigde aan voor de *Direction générale* in Parijs.²⁸⁷ Evenals de VOC en WIC kende de CIO het verschil tussen hoofdparticipanten en kleinaandeelhouders. Eerstgenoemden hadden actief en passief kiesrecht bij de benoeming van directeuren (art. 13). Volgens het octrooi zouden na zeven jaar jaarlijks enkele directeuren worden vervangen volgens rooster, waarna de nieuw benoemde directeuren voor zeven jaar zouden worden benoemd. Na zes jaar zou een directeur voor herbenoeming in aanmerking komen, terwijl naaste verwanten geen directeur konden worden.²⁸⁸ Mogelijk heeft Engelse invloed geleid ertoe geleid tot het instellen van een jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Deze stond alleen open voor de hoofdparticipanten.²⁸⁹ Tijdens de aandeelhoudersvergadering werd de samenvatting van de jaarrekening vastgesteld en besloten tot dividenduitkeringen.²⁹⁰

71 Werktuig van de koning. Weliswaar bouwde de CIO voor wat betreft bestuursstructuur voort op het Nederlandse model en voor wat betreft aandeelhoudersinvloed op de EIC, in de praktijk sloeg de CIO snel een andere richting in. Deze kwam kort gezegd hierop neer dat de CIO een werktuig vormde van de koning, haar grootste aandeelhouder, en van Colbert. De koning zag er bovendien geen been in het octrooi opzij te schuiven, terwijl het octrooi slechts werd nageleefd voor zover de koning hiermee instemde. De geschiedenis van de CIO biedt een doorlopende illustratie hoe minderheidsaandeelhouders zonder reële *exit*-mogelijkheden tot speelbal van de meerderheidsaandeelhouder kunnen worden. Zo besloot

285. Conac 2005, 142.

286. Conac 2005, 142.

287. Art. 11.

288. Art. 14.

289. Art. 18: ‘*Sera tenu tous les ans une Assemblée générale le deuxième jour de Mai, pour délibérer sur les affaires plus importantes de la Compagnie, en laquelle ceux qui auront voix délibérative pourront assister, & y seront nommés les Directeurs généraux à la pluralité des voix, les temps ci-dessus expirés.*’

290. Art. 19.

de koning de eerste jaren om, in strijd met het octrooi, geen aandeelhoudersvergadering te organiseren. In 1675 adviseerde hij de aandeelhoudersvergadering dringend enkele door hem voorgedragen directeuren te benoemen.²⁹¹ En in 1687 aanvaardde hij het ontslag van een directeur en benoemde hij een nieuwe, *n'ayant pas jugé nécessaire de faire une assemblée pour élire un autre Directeur à la place dudit sieur*.²⁹² In hetzelfde jaar, *Sa Majesté (...) ordonne qu'il sera augmenté dans ladite Compagnie des Indes Orientales huit Directeurs, qui seront choisis par Sa Majesté*.²⁹³ In 1688 benoemde de koning een zekere Le Gendre tot directeur in Rouen, *n'ayant pas jugé nécessaire de faire une assemblée générale pour procéder à l'élection d'un nouveau Directeur*; de nieuw benoemde directeur had voor zijn nieuwe betrekking 60.000 livres betaald.²⁹⁴

Niet alleen waren de zeggenschapsrechten nauwelijks meer waard dan het papier waarop zij waren geschreven; het bleek ook in financieel opzicht riskant aandeelhouder te zijn. Na onderzoek van door de koning benoemde *commissaires* kwam de aandeelhoudersvergadering in 1684 tot de slotsom dat een verplichte bijstorting door alle aandeelhouders geboden was. De consequentie voor hen die hieraan niet zouden voldoen was dat zij hun aandeel zouden verliezen tegen vergoeding van een kwart van de nominale waarde, waarvan de helft te betalen na één jaar en de andere helft een jaar later, zonder rentevergoeding.²⁹⁵ Als vergoeding van deze verplichte bijstorting bepaalde de koning in 1685 dat aandeelhouders die zouden hebben bijgestort een jaarlijks dividend van 10% zouden ontvangen.²⁹⁶ Door het vooraf vastgestelde en door de koning gegarandeerde dividend zouden de aandelen veeleer het karakter van een obligatielening krijgen.

In 1701 en 1702 had de CIO opnieuw financiële problemen die ditmaal verband hielden met de Spaanse Successie-oorlog (1701–1714). De koning was bereid een aanvullende lening aan de CIO te verschaffen, mits alle aandeelhouders naar rato van hun belang zouden bijdragen aan een kapitaalsverhoging van 50%.²⁹⁷ Deze kapitaalsverhoging zou tegen een jaarlijkse rentevergoeding van 8% in twee jaar worden terugbetaald. In wezen ging het dan ook om een gedwongen lening.²⁹⁸

De aandeelhoudersvergadering verleende op 24 januari 1702 goedkeuring aan dit 'voorstel'. Op 16 mei 1702 zag de koning aanleiding de aandeelhouders

291. Zie Dernis I (1755), 282–306.

292. Dernis I (1755), 481; 484–485.

293. Dernis I (1755), 487–488.

294. Dernis I (1755), 497.

295. Dernis I (1755), 408; Bonnassieux 1892, 269 e.v.; Lehmann 1895, 54. Conac 2005, 139 meldt een verplichte bijstorting in 1688; Dernis I (1755) maakt hiervan in de besluiten van 1688 geen melding; vermoedelijk doelt Conac op de verplichte bijstorting van 1684.

296. Dernis I (1755), 425 e.v.; Conac 2005, 140.

297. Dernis II (1755), 81–102.

298. Dernis II (1755), 101 e.v.

te herinneren aan dit besluit en de daaruit voor aandeelhouders voortvloeiende verplichtingen.²⁹⁹ Op 26 september 1702 gaf de *Conseil d'État du Roy* de weigerachtige aandeelhouders nog twee maanden respijt, waarna de consequenties ernstiger zouden zijn dan in 1684:

‘après lequel tems ceux qui n’y auront pas entièrement satisfait, seront (...) déchûs de toutes les actions, fonds, droits & prétentions qu’ils auroient pû avoir dans le fonds & commerce de ladite Compagnie, lesquels fonds & actions demeureront accrûs au fonds capital de ladite Compagnie, au profit des autres intéressés qui auront satisfait auxdits Arrêts, sans que ceux qui n’y auront pas satisfait y puissent rien prétendre à l’avenir pour quelque raison & sous quelque prétexte que ce puisse être (...).’³⁰⁰

Protesten van aandeelhouders lieten niet op zich wachten, maar onderhandelingen met de vennootschap haalden niets uit. Op 1 april 1704 besloot daarom de *Conseil d'État du Roy* dat aandeelhouders vijf *syndics*, vertegenwoordigers, mochten benoemen die inzage in de boeken zouden krijgen. De aandeelhouders zouden gehouden zijn een lening ter hoogte van 50% van hun belang te verstrekken, indien drie van deze vijf *syndics* hiertoe zouden besluiten. Vooral nog zouden de aandeelhouders hun belang nog niet verliezen.³⁰¹ Deze *syndics* berichtten vervolgens [*q*]ue les comptes (...) ne sont pas intelligibles, que ce ne sont pas des comptes dans la forme qu’ils doivent être (...) & qu’enfin ce ne sont pas des comptes.³⁰² Tevens meenden de *syndics* dat het uitgaven-niveau te hoog was, evenals het aantal directeuren en hun salaris.³⁰³ Zij adviseerden aandeelhouders dan ook om afstand te doen van een aandeel in de CIO en om vervolgens een nieuwe onderneming op te zetten. Dit zou verkieslijker zijn dan een aanvullende betaling boven hun aandelen te doen.³⁰⁴ De *syndics* vonden de koning evenwel niet aan hun zijde. Daarom besloot de *Conseil d'État* om de jaarrekening vast te stellen conform het verzoek van de directeuren, en om de verplichting van aandeelhouders tot bijstorting te bevestigen. Aandeelhouders werden in zoverre tegemoetgekomen, dat zij hun bijstorting *de facto* konden uitstellen tot na de afrekening naar aanleiding van de verwachte terugkomst van enkele schepen in 1706. De aandeelhouders zouden inzage in deze afrekening krijgen, maar geen inspraak bij de vaststelling

299. Dernis II (1755), 113–116.

300. Dernis II (1755), 130.

301. Dernis II (1755), 159–162.

302. Dernis II (1755), 219.

303. Dernis II (1755), 219.

304. Dernis II (1755), 220–221.

ervan. Zij zouden naar rato moeten bijbetalen in geval van verlies; de aandeelhouders die hadden bijgestort kregen een uitkering in het vooruitzicht indien de zaken gunstig zouden blijken te zijn verlopen.³⁰⁵

Gedurende de gehele 18^e eeuw zouden vergelijkbare problemen en conflicten zich blijven voordoen.³⁰⁶ De CIO zou telkens weer te kampen hebben met wanbeleid onder nauwe betrokkenheid van de koning en met verdrukte (minderheids)aandeelhouders. De positie van aandeelhouders van de CIO was, ondanks hun papieren zeggenschap, benarder dan die van de participanten van de VOC of WIC.³⁰⁷ De participanten in de Nederlandse compagnieën zijn immers nooit tot bijstorting gedwongen, hoewel de financiële situatie van de WIC daartoe meermalen aanleiding heeft gegeven.³⁰⁸

Niettemin bestaan er grote overeenkomsten tussen VOC en CIO. Beide compagnieën kampten met structurele belangentegenstellingen; externe aandeelhouders van de beide compagnieën waren machteloos ten opzichte van de vennootschapsleiding die in nauwe verbinding stonden met het openbaar bestuur. Verschil was dat de politieke macht in de Nederlanden oligarchisch was georganiseerd, terwijl in Frankrijk de koning de absolute macht genoot. Dit verschil werkte door in de beide compagnieën. De gebrekkige vennootschapsorganisatie deed echter minder pijn bij VOC-participanten dan bij externe aandeelhouders van de CIO. Ten eerste was de VOC commercieel succesvol doordat zij zich vroegtijdig een leidende positie op de wereldmarkt had verschaft. In de tweede plaats genoten VOC-participanten een goede *exit*-mogelijkheid op de beurs.

2.4 Conclusie

72 Wegen naar Rome. Aan de hand van de twee eerste en veruit belangrijkste kapitaalvennootschappen van de 17^e eeuw, de VOC en de WIC, is in dit hoofdstuk het ontstaan van de Nederlandse kapitaalvennootschap onderzocht. Daarbij is vooral aandacht besteed aan de rechtsvormen waaruit deze handelscompagnieën zijn voortgekomen, aan de verhouding tussen compagnie en het publieke gezag en aan de interne machtsverhoudingen. Teneinde de VOC en WIC beter te doorgronden zijn zij afgezet tegen twee andere grote 17^e-eeuwse handelscompagnieën: de Engelse EIC en de Franse CIO.

305. Dernis II (1755), 221–223. Vgl. tevens Dernis II (1755), 235–238. Overigens blijkt heeft conflict in 1708 nog steeds niet te zijn geluwd. In dat jaar besluit de koning opnieuw een AVA bijeen te roepen waarbij de directeurs opnieuw financiële verantwoording moeten afleggen; zie Dernis II (1755), 292–297, alsmede Bonnassieux 1892, 273.

306. Dibadj 2011.

307. In de 18^e eeuw zouden nog verscheidene andere episodes volgen die de machteloze positie van aandeelhouders alleen maar zou bevestigen (Dibadj 2011).

308. Den Heijer 2005, 63–64; 91–95.

De kapitaalvennootschap onderscheidt zich van de personenvennootschap onder andere door haar ‘kapitaals-associatieve kracht’.³⁰⁹ Intern beperkte aansprakelijkheid, gekoppeld aan de externe niet-aansprakelijkheid van aandeelhouders en de overdraagbaarheid van een aandeel beperken de risico’s van aandeelhouders en stimuleren investeringen in kapitaalsintensieve, risicovolle, maar potentieel winstgevende ondernemingen. In de 17^e eeuw waren de meeste ondernemingen nog weinig kapitaalintensief en bestond daarom in het algemeen weinig behoefte aan kapitaalvennootschappen. De meeste ondernemingen in de Nederlanden werden daarom gevoerd als eenpersoonsonderneming of een personenvennootschap. De overzeese handelsondernemingen vormen de belangrijkste uitzondering op de regel.

De oprichting van de VOC en WIC moet echter niet alleen worden begrepen als antwoord op de grote kapitaalbehoefte, hun grote winstpotentieel en navent groot risico van de door hen gedreven ondernemingen. Een analyse van de beide compagnieën is onvolledig wanneer de verhouding met de verschillende lagen van het publieke gezag daarin niet wordt betrokken. In zekere zin fungeerden de VOC en WIC als verlengstuk van de Generaliteit, zij het in aanzienlijke mate gefinancierd uit private middelen.

De nauwe verwevenheid met de Generaliteit leidde er in de eerste plaats toe dat de organisatie van de VOC en WIC niet uitsluitend voortbouwt op de voordien bekende personenvennootschappen. Op de stam van de *societas* werd de *universitas* geënt, zodat een nieuwe rechtsvorm ontstond. Deze vermenging van twee rechtsvormen kan worden beschouwd als een belangrijke institutionele vernieuwing die bijdroeg aan het economische en politieke succes van de Nederlanden in de 17^e eeuw.

De Nederlandse actiëncompagnie had een vermogen dat was afgescheiden van het vermogen van de participanten en bewindhebbers. Met dit vermogen was zij jegens derden aansprakelijk; de participanten waren slechts aansprakelijk ten belope van het door hen toegezegde bedrag. De VOC en WIC stonden onder leiding van een bestuurscollege dat bij meerderheid van stemmen besluiten nam die bindend waren voor de compagnie. Deze bewindhebbers vertegenwoordigden de compagnie in en buiten rechte; zij bonden slechts de compagnie en niet zichzelf, hun mede-bewindhebbers of participanten, zodat slechts het van overheidswege gecreëerde lichaam jegens derden aansprakelijk was. Omgekeerd zijn mij geen voorbeelden bekend van privé-crediteuren van participanten of bewindhebbers die verhaal wisten te halen op het vermogen van de VOC of WIC.

Het kapitaal van de VOC en WIC was in aandelen verdeeld, zij het dat deze nooit een vaste nominale waarde hebben gekend. Beperkt aansprakelijke participanten konden hun aandelen aan derden overdragen en hadden recht

309. Van der Heijden 1908, 160.

op dividend naar rato van de ingelegde som. In theorie hadden participanten een beperkt recht op informatie.

Met een anachronisme zou men de VOC en WIC als kapitaalvennootschap kunnen aanduiden en hen rechtspersoonlijkheid kunnen toedichten. Bij deze kwalificaties past evenwel een belangrijk *caveat*: deze begrippen zijn van later datum en doen geen recht aan de opvattingen van destijds. Voor wat betreft de kwalificatie als ‘rechtspersoon’ geldt dat er de eerste jaren nog onduidelijkheid bestond over de vraag of bewindhebbers konden worden aangesproken voor de schulden van de compagnie, terwijl bovendien bij oprichting niet zeker was dat de VOC voor onbepaalde tijd zou bestaan. En aan de kwalificatie als kapitaalvennootschap moet niet te veel waarde worden gehecht, omdat dit begrip ook nu niet vastomlijnd is.

Het gaat mij te ver om de VOC als een vroege NV aan te merken.³¹⁰ Een dergelijke anachronistische kwalificatie schept m.i. slechts verwarring en opent een zinloze discussie over de kenmerken van een NV. De VOC moet op zichzelf worden beschouwd en moet worden geplaatst in de toenmalige juridische en politiek-economische context. De kwalificatie van de VOC als eerste NV doet aan die context en aan latere ontwikkeling van de kapitaalvennootschap geen recht. Bovendien moet niet worden vergeten dat de NV aan permanente verandering onderhevig was en is, zodat de NV moeilijker dan het begrip rechtspersoonlijkheid in een definitie is te vatten. Beschouwen wij thans het bestaan van een aandeelhoudersvergadering waarin aandeelhouders regelmatig zeggenschap kunnen uitoefenen als een van de kenmerken van de NV, voor Van der Heijden en Van Brakel was dat niet vanzelfsprekend.³¹¹ Het WvK van voor 1928 schreef immers de aandeelhoudersvergadering niet dwingend voor. Zij konden misschien met meer recht de VOC als NV aanmerken dan wij dat thans kunnen doen. Wel kan men stellen dat met de VOC een belangrijke stap is gezet in een evolutie die uiteindelijk zou leiden tot de huidige NV.

73 Betrokkenheid van Generaliteit. Het door de Staten-Generaal verleende octrooi bewerkstelligde dat de interne verhoudingen niet, althans niet uitsluitend kunnen worden beschouwd als contract tussen bewindhebbers en/of tussen participanten. De verlenging van het VOC Octrooi in 1623 heeft uitgewezen dat ook bij gebrek aan overeenstemming de Staten-Generaal wijzigingen in de interne organisatie kon aanbrengen. Deze gang van zaken is niet te rijmen met de opvatting volgens welke de interne organisatie uitsluitend is gebaseerd op een contract.

De tot de *universitas* te herleiden publiekrechtelijke bevoegdheden van VOC en WIC werkten door in de interne verhoudingen: zij leidden ertoe dat

310. Steins Bisschop & Wiersma 2002 leggen in hun overigens lezenswaardig overzichtsartikel veel nadruk op de overeenkomsten tussen de VOC en de NV.

311. Van der Heijden 1908; Van Brakel 1908.

bewindhebbers eerder verantwoording aflegden aan de Staten-Generaal dan aan de participanten. Anders dan de participanten, hadden de Staten-Generaal wel invloed op de gang van zaken binnen de VOC of WIC en gebruikten zij deze om de VOC en WIC aan te wenden als instrument voor de buitenlandse politiek, niet in de laatste plaats in de opstand tegen Spanje. Bovendien bestonden er talloze personele unies tussen de regentenelite en de bewindhebbers als gevolg van het feit dat bewindhebbers werden benoemd door de magistraten van de Hollandse steden en de Staten van Zeeland.³¹² Bewindhebbers verzekerden zich hierdoor van politieke steun, in het bijzonder van de Staten van Holland, ook indien zij de rechten van de participanten schonden.

Welbeschouwd kan men stellen dat de Staten-Generaal de hoge winstverwachtingen in de Oost exploiteerden om de strijd tegen Spanje en Portugal te financieren. Daarmee boorden de Staten-Generaal een alternatieve financieringswijze aan, naast belastingheffing en de uitgifte van obligatieleningen. Deze vorm van financiering was goedkoop, doordat de Staten-Generaal geen kosten ter inning van belasting maakten, en evenmin rente verschuldigd waren over leningen. Het is overigens niet waarschijnlijk dat de participanten ervan geheel onkundig waren dat de privaat gefinancierde VOC zou worden gebruikt in de strijd tegen Spanje en Portugal – zij zullen dit vermoedelijk op de koop toe hebben genomen gelet op de hoge winstverwachtingen. Maar het ligt niet in de rede te veronderstellen dat zij zich bewust waren van het feit dat de koophandel maar al te vaak moest wijken voor de politieke doeleinden die met de VOC werden nagestreefd. Dit vermoeden wordt gestaafd door de moeite die de WIC 20 jaar later had om het benodigde kapitaal te vergaren.

74 Beknelde participanten. Invloed van de Staten-Generaal op de bewindhebbers leidde ertoe dat de belangen van commercie regelmatig moesten wijken voor oorlogspolitiek. Bovendien had de nauwe verbondenheid tussen bewindhebbers en de verschillende regentenklassen tot gevolg dat bewindhebbers vrijelijk te eigen bate gebruik konden maken van hun machtspositie. In deze machtsconstellatie was het aandeelhoudersbelang volstrekt ondergeschikt: het publieke belang en het private belang van bewindhebbers stonden voorop.

Aanvankelijk waren de verwachtingen bij participanten nog hooggespannen terwijl de snelle en onverwachte opkomst van de beurshandel in aandelen goede exit-mogelijkheden verschafte, zodat er geen grote behoefte bestond aan zeggenschap. Aan het einde van het eerste VOC Octrooi vormde een beurs-*exit* echter geen werkelijk alternatief als gevolg van het machtsmisbruik door de bewindhebbers, het lage dividend en het gebrek aan verantwoording. De participanten die aan het einde van het eerste VOC Octrooi in opstand kwamen

312. Soms waren er zelfs zo veel regenten bewindhebber, dat een tekort aan koopmanskennis dreigde. In 1668 werd daarom besloten dat de eerstvolgende vrijkomende bewindhebbersplaatsen zouden worden vervuld buiten de kring van regenten (Den Heijer 2005, 113).

hadden in zoverre weinig te verliezen. Hoewel zij vermoedelijk op veel sympathie konden rekenen, zowel bij de bevolking als bij de Staten van de meeste provinciën, wisten de bewindhebbers hun sterke positie met succes te verdedigen. De bewindhebbers van de VOC maakten deel uit van de regentenelite bij wie de macht in de Nederlanden was geconcentreerd.³¹³ Zo slaagden zij erin hun positie te handhaven en het Octrooi van de WIC op een zelfde leest te schoeien.

Het activisme van de doleanten heeft wel geleid tot een zeker indirect toezicht op het bestuur door vertegenwoordigers van hoofdparticipanten. Misschien kan hierin een kiem van de huidige RvC worden gevonden. Maar tegelijk versterkte het indirecte toezicht door hoofdparticipanten in zekere zin het oligarchische karakter van de VOC en WIC: niet alleen het bestuur werd gevoerd door regenten, ook het toezicht werd uitgeoefend door hoofdparticipanten die, voor zover zij niet reeds tot de regentenklasse behoorden, hiervan vaak deel wilden uitmaken.

75 Engelse en France compagnieën. Vergelijkt men de Nederlandse handelscompagnieën met hun Engelse en Franse zusters, dan bestaat er vooral gelijkenis met de Fanse CIO. Niet alleen de (aanvankelijk) gedecentraliseerde opzet is ontleend aan de Nederlanden, de CIO heeft vooral het publiek/private karakter met de VOC en WIC gemeen. De CIO verschilde niettemin in enkele belangrijke opzichten van de Nederlandse handelscompagnieën. Ten eerste was de CIO geen commercieel succes; zij trachtte zich tevergeefs een positie op de wereldmarkt te verwerven, daar waar de EIC en VOC al 60 jaar een stevige positie hadden opgebouwd. In de tweede plaats was de koning nog dominanter dan de oligarchen binnen de VOC. Waar de belangen tussen bewindhebbers en Staten-Generaal weliswaar grotendeels, maar niet geheel parallel liepen, was de CIO een zuiver verlengstuk van de koning. Deze gebruikte zijn positie om het octrooi slechts toe te passen wanneer dit hem uitkwam en om aandeelhouders te dwingen tot bijstorting boven de toegezegde som. De problematiek van beknelde minderheidsaandeelhouders kwam te pregnanter naar voren, doordat er in Frankrijk minder goede *exit*-mogelijkheden waren via de beurs.

De EIC wijkt het meeste af van de vier onderzochte compagnieën. Haar wortels gaan niet terug tot de vennootschap – zij is opgericht als *joint stock company*, een verschijningsvorm van de *corporation*, het Engelse zusje van de *universitas* die via de *regulated company* is voortgekomen uit de democratisch georganiseerde handelsgilden. Deze handelsgilden kenden van oudsher een sterke betrokkenheid van de leden. Dit komt ook terug in de EIC, waar de leden/aandeelhouders jaarlijks het bestuur konden (her)benoemen, waar zij

313. Israel 2008, 375 e.v.; 1048 e.v.; 1061 e.v.

tussentijds het bestuur konden ontslaan en *de facto* bindende instructies gaven en belangrijke goedkeuringsrechten genoten.

Anders dan de continentale compagnieën ging de EIC niet gebukt onder sterke belangentegenstellingen: zij was primair een handelsvennootschap;³¹⁴ pas in de tweede helft van de 17^e eeuw groeide de verwevenheid met het Engelse bestuur. Dit leidde tot betrekkelijk overzichtelijke machtsverhoudingen: de *general court* leek reeds op de huidige aandeelhoudersvergadering, terwijl de *court of committees* was belast met de dagelijkse leiding. Het is daarom verleidelijk om met Cadbury in de Engelse vennootschapsorganisatie een grote continuïteit te ontwaren die doorloopt tot de dag vandaag.³¹⁵ Ik zou die stelling evenwel niet voor mij rekening willen nemen. Men vergete niet dat ook de Engelse vennootschapsgeschiedenis een kronkelig pad heeft bewandeld³¹⁶ en dat Keynes in 1926 heeft gesteld dat ‘[companies are] *socialising themselves*’, een ontwikkeling die zou voortduren tot begin jaren ‘80 van de 20^e eeuw.³¹⁷

Hoewel de belangentegenstellingen minder fundamenteel waren dan bij de continentale compagnieën, deden zij zich niettemin voor. Zo hadden externe beleggers, waaronder veel leden van adel, vooral belangstelling voor winsten op de korte termijn, terwijl aandeelhouders/kooplieden in het algemeen meer oog hadden voor het langetermijnbelang van de onderneming. Dergelijke belangenconflicten leidden vooral in de eerste decennia van de 17^e eeuw, toen het economisch gesternte in Engeland suboptimaal was, tot financieringsproblemen. De financiering van de EIC vertoonde toen nog veel gelijkenis met die van de voorcompagnieën: telkens werd geld ingebracht voor korte tijd, waarna quasi-liquidatie volgde en de leden konden besluiten al dan niet opnieuw in te leggen; de *capital lock in* (nr. 2) was nog niet ver doorgevoerd. Dit versterkte weliswaar de zeggenschapspositie van de aandeelhouders, maar stond anderzijds aan een langetermijnstrategie in de weg: de tijdelijke *capital lock in* bewerkstelligde een geringere bestuursautonomie (nr. 5) en zette de EIC aanvankelijk op achterstand doordat zij minder eenvoudig langetermijninvesteringen kon doen. Juist dankzij gebrek aan aandeelhoudersinvloed konden bewindhebbers van de VOC een langetermijnstrategie voeren die op de middellange termijn veel vruchten zou afdragen: het ingesloten kapitaal, gecombineerd met een sterke bestuursautonomie deden hier hun werk (nr. 2

314. Robins 2006, 23.

315. Aangehaald bij Calkoen 2011, 15.

316. Vóór 1720 vallen er geen algemene conclusies te trekken over de zeggenschap van aandeelhouders van *joint stock companies* (Freeman, Pearson & Taylor 2012, 10). Nadien hadden aandeelhouders in het algemeen een sterkere zeggenschapspositie dan in de Nederlanden. De positie van aandeelhouders van grote vennootschappen was echter in het algemeen zwakker en verzwakte bovendien tussen 1720 en 1850 (Freeman, Pearson & Taylor 2012, 127 e.v.).

317. Keynes 1926 (1927); zie hieronder, nr. 140.

en 5). Zeggenschap van aandeelhouders bij de EIC belemmerde juist aanvankelijk de ontwikkeling van de EIC. Pas in de jaren '80 van de 17^e eeuw zou de EIC voor wat betreft de kapitaalstructuur op gelijke hoogte als de VOC komen, met een permanent aandelenkapitaal en een ontwikkelde beurshandel. Deze ontwikkeling, die de aanloop vormde tot het beruchte dobbeljaar 1720 zal in het volgende hoofdstuk worden behandeld.

Hoofdstuk 3. ‘Privatisering’ van de actiëncompagnie in de 18^e eeuw

76 Inleiding: twee periodes. In het vorige hoofdstuk bleek hoe de Nederlandse actiëncompagnie is ontstaan als semipublieke organisatie die gedeeltelijk privaat gefinancierd was. De nauwe publieke verwevenheid van de actiëncompagnie had zijn weerslag op de zeggenschapspositie van participanten. In de 18^e eeuw veranderde de actiëncompagnie van karakter. De actiëncompagnie werd geleidelijk ‘geprivatiseerd,’ dat wil zeggen dat de overheidsinvloed afnam, en daarmee ook de invloed van de *universitas*. Het vennootschappelijke, contractuele karakter komt meer geprononceerd naar voren en aan het einde van de 18^e eeuw zijn publiekrechtelijke elementen zo goed als verdwenen. Dit hoofdstuk analyseert deze ontwikkeling en de gevolgen ervan voor de interne vennootschapsverhoudingen.

De belangrijkste ontwikkelingen deden zich voor rondom het ‘dobbeljaar’ 1720 en in het laatste kwart van de 18^e eeuw. De ‘windhandel’ van 1720 is misschien niet zo bekend als de tulpenmanie, maar is vanuit vennootschaps-historisch oogpunt van groter belang. Evenals tijdens de internethype in 1999–2000 leidden blind enthousiasme en gokzucht tot een irrationele stijging van aandelenkoersen, gevolgd door een harde landing van deze koersen. De Nederlandse windhandel stond niet op zichzelf, maar deed zich ook voor in Frankrijk, Londen, Portugal en Hamburg.¹ In § 3.1 wordt de speculatiezucht van 1720 in een internationaal perspectief geplaatst alvorens de Nederlandse windhandel en de in Nederland opgerichte vennootschappen te onderzoeken. Daarbij zal vooral worden geput uit de statuten van een groot aantal ‘zwen-delcompagnieën’ die zijn opgenomen in *Het Groote Tafereel der Dwaasheid*.² Deze statuten maken het mogelijk om enig inzicht te geven in de toenmalige

-
1. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013, 588. De speculatiegolf in Hamburg was veel geringer. De voorgenomen oprichting van een verzekeringscompagnie werd op 19 juli 1720 verboden, tezamen met de gehele actiënhandel. (Pöhls 1842, 7)
 2. Het *Groote Tafereel* bevat niet alleen de statuten van de ‘dobbelcompagnieën,’ maar ook blijspelen, gedichten, brieven, gravures en andere spotprenten uit het jaar 1720 die alle de ‘windnegotie’ tot onderwerp hebben. De geschiedenis van dit anoniem verschenen curieuze document, waarvan in Nederland ruim 50 telkens verschillende exemplaren bestaan, heeft meermalen een zelfstandige studie gerechtigd. Na de eerste verschijning zijn er regelmatig nieuwe spotprenten en geschriften aan toegevoegd. Dit geschiedde niet alleen op centrale momenten, zoals ter gelegenheid van de vier drukken, maar ook werden aan individuele exemplaren telkens nieuwe prenten e.d. toegevoegd. Vermoedelijk werd het *Groote Tafereel* als bundel van losse folio’s verkocht die telkens individueel werden

staat van het vennootschapsrecht. Een belangrijke vernieuwing was dat de aandeelhoudersvergadering – vermoedelijk onder Engelse invloed – gemeengoed werd. Voor een goed begrip van de interne zeggenschapsverhoudingen besteed ik tevens aandacht aan de relatie tussen de verschillende actiëncompagnieën en de plaatselijke of provinciale magistraten. Daaruit zal blijken dat de betrokkenheid van het publiek gezag weliswaar is afgenomen vergeleken met de VOC en WIC, maar dat deze niet geheel verdwenen is.

Na 1720 deden zich ongeveer een halve eeuw lang geen belangrijke ontwikkelingen voor. In de laatste decennia van de eeuw trad een nieuw type vennootschap naar voren waarbij iedere overheidsbemoeienis ontbreekt. Hoewel de rol van de aandeelhoudersvergadering bij sommige vennootschappen vergelijkbaar is als bij de vennootschappen van 1720, is de aandeelhoudersvergadering bij andere vennootschappen gemarginaliseerd. Soms neemt een soort RvC deze toezichthoudende rol van de aandeelhouders over.

Aan de hand van de verwickelingen rondom twee vennootschappen wordt onderzocht in hoeverre bij dit type nog wel een onderscheid valt te maken tussen de personenvennootschap en de actiëncompagnie. De grenzen blijken hier vloeiend te zijn: er vallen zelfs vraagtekens te plaatsen bij de ‘rechts-persoonlijkheid’ van dit type actiëncompagnie die bestond naast de VOC en WIC. Hierover handelt § 3.2.

Tijdens de laatste decennia van de 18^e eeuw, die gekenmerkt wordt door economische stagnatie en private rijkdom, wint voorts de beleggingsmaatschappij, de *negotiatie* aan populariteit. De negotiatie was verwant aan de actiëncompagnie en belegde gelden vooral in obligaties, buitenlandse effecten en plantages in de West. Onder verwijzing naar verdere literatuur zal ik aan deze rechtsvorm voorbij moeten gaan.³

gebonden (Forrer 1998, 110 e.v.). Ik heb gebruik gemaakt van het exemplaar dat in het bezit is van de Koninklijke Bibliotheek. Een ander exemplaar is te raadplegen op www.geheugenvannederland.nl. Over het *Groote Tafereel*: De Bruyn 2000; Forrer 1998; Van Rijn 1905.

3. Punt 2010, 224 e.v. die laat zien dat de invloed van de *universitas* op deze rechtsvorm groter was dan bij de actiëncompagnie. Voorts Van de Voort 1973, 83; Berghuis 1967; Van der Heijden 1908, 213 e.v.; Knuttel 1978, nr. 19.132, Pauw, *Observationes Tumultuariæ Novæ*, OTN 1423 (waarin invloed van de *universitas* blijkt uit de verwijzing naar D.3,4,6,3), 1275, 1423, 1551 en 1631. Voor aan de negotiatie verwante tontines (contracten van overleving waarbij een groep beleggers geld uitleende tegen een rentevergoeding die werd verdeeld onder de geleidelijk slinkende groep van in leven zijnde beleggers): Wagenvoort 1961.

3.1 Het dobbeljaar 1720

*Zo lang den Gier'ge Mensch
Is voorzien van geld en goed,
Krygt den Bedrieger tog zyn wensch
Want hem de Gier'ge en Onnooz'le altyd voed.⁴*

3.1.1 Oorsprong in Engeland en Frankrijk

77 Financial revolution. Anders dan de Amsterdamse financiële markt ontwikkelde de Londense zich van onderop.⁵ Terwijl in de Nederlanden de VOC en de WIC de enige actiëncapagnieën van betekenis waren, werden in Engeland in de tweede helft van de 17^e eeuw tal van *joint stock companies* opgericht. Door de geringe betrokkenheid van de publieke autoriteiten konden *joint stock companies* eenvoudiger nieuwe aandelen uitgeven wanneer de marktomstandigheden daartoe noopten.

Londen kende geen equivalent van de Amsterdamse Wisselbank die met steun van de plaatselijke autoriteiten een centrale rol kreeg in het geldverkeer. In Londen ontstond een levendige wisselmarkt, in het bijzonder in de goederen- en grondstoffenhandel. Goudhandelaars speelden daarin een belangrijke rol: zij gaven wisselpapieren uit die fungeerden als betaalmiddel en die tegen edelmetalen konden worden ingewisseld. Anders dan de in 1609 opgerichte Amsterdamse Wisselbank gaven deze goudhandelaars meer wisselpapieren uit dan zij aan edelmetalen bezaten; doordat goudhandelaren ook wisselpapieren van elkaar verwierven, kon zo de geldhoeveelheid toenemen, terwijl het risico op een ‘bankrun’ langs informele weg was afgedekt.⁶ Zo ontstond een gedecentraliseerd bankennetwerk, daar waar in Amsterdam de geldmarkt gemonopoliseerd was door de Amsterdamse Wisselbank. Op basis van dit netwerk kon tegen het einde van de 17^e eeuw de financiële markt haar vleugels uitslaan.

In 1688 kwam Stadhouder Willem III, getrouwd met Maria Stuart, op de Engelse troon. Vertoonde de staatskas op dat moment al grote tekorten, dure oorlogen tastten de kredietwaardigheid van de koning verder aan. Meer vertrouwen bleek het beleggend publiek te hebben in *joint stock companies* als intermediair: beleggers weigerden weliswaar rechtstreeks te lenen aan de koning, maar wilden wel investeren in vennootschappen die op hun beurt dit geld aan de koning zouden doorlenen. Zo verleende Willem III in 1694 een *charter* aan de *Bank of England* in ruil voor een lening aan de koning.⁷ Het

4. *Groote Tafereel*, titelpagina.

5. Carlos & Neal 2011, 25 e.v.

6. Carlos & Neal 2011, 28.

7. Murphy 2009, 41 e.v.

geld had *Bank of England* verkregen door een openbare aandelenemissie.⁸ De oprichting van de *Bank of England* vormde weer een stimulans voor de beurshandel in aandelen, zodat staatsobligaties als het ware op indirecte wijze aan de beurs werden verhandeld. In de jaren daarna slaagde de koning op vergelijkbare wijze geld te lenen via de *Bank of England*, *New East India Company* (opgericht in 1698) en de *United East India Company* (een fusie tussen de *New East India Company* en de EIC).⁹ Tussen 1694 en 1709 verdubbelde het aantal beleggers naar ongeveer 10.000.¹⁰ Vanaf 1713 verliepen de meeste staatsleningen via de in 1711 opgerichte *South Sea Company*. Deze had een monopolie voor de handel op Zuid-Amerika en zou zich richten op de slavenhandel, maar maakte van het verstrekken van staatsleningen haar hoofdactiviteit. In 1714 werd ongeveer 39% van de Britse staatsschuld gefinancierd door de *Three Sisters*, zoals de (*United*) EIC, *Bank of England* en *South Sea Company* werden aangeduid.¹¹ In korte tijd had zich een *financial revolution* voltrokken.

Het succes van de EIC en de *Bank of England* had een positieve uistraling op het fenomeen *joint stock company* als zodanig. In het algemeen ontwikkelde de economie zich vanaf de tweede helft van de jaren 1680 voorspoedig en werden veel *joint stock companies* opgericht.¹² Ook langs ‘informele’ weg, dat wil zeggen zonder betrokkenheid van de koning of het parlement, werden tientallen vennootschappen in het leven geroepen, de zogenaamde *unincorporated companies*.¹³ Ondanks hun diffuse juridische status (waarover nr. 40) wisten zij van het gunstige beursklimaat te profiteren door hun aandelen ter beurse te introduceren.¹⁴ Na een beursdip in de laatste jaren van de 18^e eeuw zou het totale beursvolume in de eerste twee decennia van de 18^e eeuw als gevolg van het succes van de ‘Grote Drie’ alleen maar toenemen.

78 *South Sea Bubble.* Tegen het einde van de jaren 1710 stegen de koersen opnieuw. In 1719 waagden in korte tijd enkele honderden *unincorporated companies* de gok en boden aandelen aan het publiek aan.¹⁵ De

8. Murphy 2009; Harris 2000, 55; De Vries & Van der Woude 1997, 139 e.v.; Frentrop 2002, 124.

9. Harris 2000, t.a.p.

10. Freeman, Pearson & Taylor 2012, 21.

11. Frentrop 2002, 127; Harris 2000, 56–57.

12. De komst van veel Hugenoten na de herroeping van het Edict van Nantes in 1685 en van de Hollanders die in het kielzog van Willem III naar Engeland waren meegekomen zorgde voor een verdere impuls (Neal 1993, 45; Scott I (1912), 313 e.v.). Het ‘Hollandse aandeel’ in de *financial revolution* wordt echter gerelativeerd door Murphy 2009, 43 e.v.

13. Harris 2000, 53.

14. Uitvoerig: Murphy 2009; zie voorts Harris 2000, 57; Scott I (1912), 334–336; Scott III (1912), 472–480; Van der Heijden 1908, 167.

15. *Unincorporated companies* wisten alleen al in de eerste zes maanden van 1720 £ 224 miljoen bij het publiek op te halen. (Scott I (1912), 415)

meeste waren actief in de financiële sector, in het bijzonder als verzekeraar, en in de nijverheid.¹⁶ Berucht zijn vooral de zwendelvennootschappen die zich bijvoorbeeld bekwaamden in de handel in vrouwenhaar, de invoer van ezels, de uitvinding van het *perpetuum mobile* of van activiteiten die pas een maand ná intekening bekend zouden worden gemaakt.¹⁷

Volgens Frehen, Goetzmann en Rouwenhorst lagen verschillende oorzaken ten grondslag aan de luchtbel van 1719 en 1720.¹⁸ Vooreerst was de Spaanse internationale positie verzwakt als gevolg van verschillende oorlogen. Dit creëerde nieuwe mogelijkheden voor handelsvennootschappen die zich richtten op de handel op de West waar Spanje traditioneel sterk was. De koersstijgingen waren dan ook extra groot bij deze categorie vennootschappen. In de tweede plaats hangt de luchtbel van 1720 (vooral in Engeland, maar ook in Nederland) samen met de opkomst van de verzekeringsmaatschappij en haar aantrekkingskracht als beleggingsobject. De derde en belangrijkste oorzaak van de *bubble* ligt in de grote Franse en Engelse schuldconversies. Het Engelse parlement besloot in februari 1720 om het euforische beursklimaat aan te grijpen door de *Bank of England* en de *South Sea Company* een bod te laten uitbrengen op een groot deel van de staatsschuld. De *South Sea Company* won de veiling en financierde haar bod met nieuwe aandelenemissies.^{19, 20}

79 John Law en de *Mississippi Compagnie*. De Engelse schuldconversie was mede geïnspireerd door de activiteiten van John Law (1679 (doop)–1729) in Frankrijk. Aan het hof van Lodewijk XV, die na het overlijden van Lodewijk XIV in 1715 een lege staatskas had aangetroffen,

16. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

17. Van der Heijden 1908, 169; Carr 1905, 107. Er werden ook meer serieuze vennootschappen opgericht. Zie voor een overzicht Scott I (1912), 413 e.v.

18. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

19. Harris 2000, 63; Scott I (1912), 410 e.v.; Frentrop 2002, 136 e.v.; Frentrop 2013, 39 e.v. De *South Sea Company* slaagde bovendien in haar lobby om de oprichting van *unincorporated companies* te bemoeilijken: in het voorjaar 1720 werd de *Bubble Act* aangenomen die de oprichting van *unincorporated companies* strafbaar stelde. Zo hoopte de *South Sea Company* haar eigen aandelenkoers verder omhoog te stuwen (Harris 2000, 60–81).

20. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013, 586 e.v. noemen nog een vierde oorzaak die vooral in Engeland speelde: de aandelen van ‘lege’ *joint stock companies* werden gekocht, waarna de nieuw verworven vennootschap activiteiten buiten het *charter* gingen vervullen. Of dit een zelfstandige drijvende kracht achter de *South Sea Bubble* is, betwijfel ik. In ieder geval moet deze innovatie worden gezien in samenhang met de populariteit van *unincorporated companies* en duiden op een poging tot privatisering van de *joint stock company*. Tegen deze praktijk werd overigens snel opgetreden, enerzijds doordat op grond van de *writ scire facias* werd opgetreden tegen doeloverschrijdingen, terwijl de *Bubble Act* de oprichting van nieuwe kapitaalvennootschappen aan banden legde.

was de kleurrijke Schot meer dan welkom.²¹ In 1716 richtte hij een *Banque Générale*, spoedig omgedoopt tot *Banque Royale* op, waarmee hij het papiergeld introduceerde en bewerkstelligde dat hiermee belasting kon (en later: moest) worden betaald.²² De bank stimuleerde op verschillende andere manieren het gebruik van papiergeld.²³

In 1717 richtte Law het Franse zusje van de *South Sea Company* op, de *Compagnie d'Occident*, beter bekend als de *Mississippi Compagnie*.²⁴ Volgens haar octrooi was zij opgericht om Louisiana te koloniseren maar zij zou zich in de praktijk vooral bezighouden met het omwisselen van de Franse staatsschuld in aandelen.²⁵ In 1719 kreeg de *Mississippi Compagnie* het recht om belastingen te innen, in ruil voor een lening waarmee de koning de staatsschuld kon herfinancieren.²⁶ Dit leidde tot een beurseuforie die verder werd gestimuleerd doordat de toonderaandelen verhandelbaar waren vanaf een storting van 10%. De hefboom die op die manier werd gecreëerd bewerkstelligde dat kleine koersstijgingen grote winsten voor beleggers zouden betekenen.²⁷ Dit principe was typerend voor de luchtbel van 1720: zowel in Engeland²⁸ als in de Nederlanden werd doorgaans slechts een klein gedeelte van het nominale kapitaal gestort.²⁹

Zoals iedere luchtbel moest ook deze uiteenspatten. In Frankrijk moest Law het vertrouwen in het papiergeld zien te behouden toen beleggers begin 1720 hun winsten namen en papiergeld in goud gingen omwisselen.³⁰ Tegelijk probeerde de overheid de koers van de *Mississippi Compagnie* te steunen door een koersgarantie af te geven, te betalen in bankbiljetten. Dit besluit had echter een averechts effect: als gevolg van de grote hoeveelheid biljetten die moesten worden bijgedrukt om aan de vraag te voldoen, ontstond een hoge inflatie. Om papiergeld niettemin in omloop te houden, werd onder andere

-
21. Na een ontsnapping uit de gevangenis waar hij gevangen zat wegens moord ontvluchtte Law zijn vaderland. In Holland en Italië hield Law zich onder andere bezig met de bestudering van het bankwezen; in Holland slaagde hij als verwoed gokker erin om met succes een loterij op te zetten (Ferguson 2008, 126 e.v.).
 22. De statuten van deze vennootschappen zijn opgenomen in *Dernis III* (1755), 31 e.v. Zie voorts Frentrop 2002, 131.
 23. Zo bepaalde het octrooi dat grote betalingen niet meer in zilver zouden kunnen geschieden, maar slechts in goud of in bankbiljetten. Zie *Dernis III* (1755), 191 e.v.
 24. Voor de statuten: *Dernis III* (1755), 103 e.v.
 25. Frentrop 2002, 132.
 26. Frentrop 2002, 133. Overigens was de *Mississippi Compagnie* inmiddels met de CIO gefuseerd tot de *Compagnie d'Indes*. Hoewel de *Mississippi Compagnie* als handelscompagnie nauwelijks iets voorstelde, had zij de CIO al spoedig overvleugeld en werd de *Compagnie d'Indes* eveneens aangeduid als *Mississippi Compagnie*. (*Dernis III* (1755), 220 e.v. en Bonnassieux 1892, 275 e.v.)
 27. Frentrop 2002, 134 (nt. 47).
 28. Scott I (1912), 418 e.v.; Scott III (1912), 324 e.v.
 29. Neal 1993, 74 e.v. Ferguson 2008, 143; Frentrop 2002, t.a.p.
 30. De volgende passage is ontleend aan Frentrop 2002, 142–145.

afgekondigd dat betalingen van meer dan 100 *livres* moesten geschieden in bankbiljetten, en werd betaling in goud en zilver verboden. In mei en juni 1720 was het vertrouwen in papiergeld verdwenen en werd op grote schaal gepoogd papiergeld om te wisselen in edelmetalen. Tegelijk zakte de aandelenkoers geheel in. In Engeland bereikten de koersen in juni 1720 nog een hoogtepunt en zette de daling in augustus in.³¹ Hoge dividendbeloftes waren niet toereikend en in september was de daling algemeen. Tegen het einde van 1720 waren de meeste koersen weer op het niveau van het begin van dat jaar en waren zeker 55 *joint stock companies* verdwenen.

3.1.2 De Nederlandse windhandel

80 Economische achtergrond. Ondanks grote publieke schulden bestond hier te lande echter geen grote noodzaak tot schuldconversies zoals in Frankrijk en Engeland.³² Dankzij de goed ontwikkelde kapitaalmarkt konden de overheden veel eenvoudiger geld lenen dan Frankrijk en Engeland.³³ Anders dan in Engeland en Frankrijk was er vermoedelijk geen plaats voor vennootschappen die nieuwe markten konden aanboren op vergelijkbare wijze als de *Bank of England*, *South Sea Company*, *Banque Royale* of de *Mississippi Company*. De Wisselbank vervulde al een centrale rol in het Amsterdamse geldverkeer, terwijl de VOC en WIC geen ruimte lieten voor een nieuwe compagnie die veelbelovende vooruitzichten overzee kon aanwenden om publieke schulden in aandelen te converteren.³⁴ Daardoor ontbrak in de Nederlanden een belangrijke motor voor de beurseuforie zoals in Frankrijk en Engeland. De Nederlandse beleggingskoorts van 1720 was dan ook vooral een echo op de Franse en Engelse ontwikkelingen en hing nauw samen met het internationale karakter van

31. Tussen oktober 1719 en juli 1720 stegen de koersen van de Bank of England, East India Company en South Sea Compagnie met 170%, 220%, resp. 820% (Harris 2000, 61). Zie voorts Scott I (1912), 413, 422 e.v.; Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

32. Gelderblom & Jonker (in druk) aan wie ik het onderstaande grotendeels heb ontleend. Voorts Israel 2008, 1070 e.v. en 't Hart 2008, 29–31.

33. De kapitaalmarkt steunde op verschillende pijlers. Via de Amsterdamse Wisselbank konden girale betalingen worden gedaan waardoor financiële transacties eenvoudig konden worden afgewikkeld. De rekeningssaldi werden volledig door edelmetalen gedekt, hetgeen de Wisselbank een goede internationale reputatie bezorgde en haar in staat stelde veel buitenlands kapitaal aan te trekken (De Vries & Van der Woude 1997, 135; 153). Dankzij de liquide beurshandel werden VOC-aandelen als betrouwbaar onderpand geaccepteerd bij het verstrekken van leningen. De efficiënte heffing van accijnzen droeg bij aan een hoge kredietwaardigheid van de overheid ('t Hart 2008, 5). Particulieren en institutionele beleggers zoals kerken, wees- en armenhuizen e.d. beschikten over grote sommen geld en bleven bereid dit aan de provincies, steden en de Unie te lenen tegen relatief lage rentetarieven ('t Hart 2008, 22). Zie voor een vergelijking tussen de Nederlandse en Engelse kapitaalmarkten in de 17^e en 18^e eeuw: 't Hart 2008.

34. Overigens leende de VOC wel incidenteel aan Holland en Zeeland en keerde zij obligaties als dividend aan beleggers uit (Gelderblom & Jonker (in druk); Frentrop 2002, 123).

de Amsterdamse financiële markt.³⁵ Aandelen in Engelse vennootschappen werden al vanaf de jaren 1690 aan de Amsterdamse beurs verhandeld,³⁶ maar de handel maakte in 1720 een sterke groei door.³⁷ In 1720 was bijvoorbeeld 15% van het aandelenkapitaal van de EIC in Nederlandse handen.³⁸ Er voeren zelfs schepen het Kanaal heen en weer louter om het laatste koersnieuws en andere informatie uit te wisselen, waardoor aandelenkoersen over en weer met een vertraging van ongeveer drie tot zes werkdagen beschikbaar waren.³⁹

De Nederlandse *hausse* startte begin juni 1720 toen de Franse koersen al over hun hoogtepunt waren en volgde min of meer het Engelse tijdsad.⁴⁰ De VOC en vooral de WIC maakten grote koersstijgingen. Anders dan de VOC nam de WIC de gelegenheid te baat en deed in augustus een geslaagde aandelenemissie.⁴¹ Goedkeuring van de Staten-Generaal voor deze uitgifte leidde naar verluidt tot opstoppen op de wegen naar Amsterdam, nadat alle beschikbare Haagse rijkoetsen waren gehuurd om het nieuws als eerste in Amsterdam te brengen. Een tweede emissie die gepland stond voor 12 september mislukte echter; de luchtbel was toen al aan het leeglopen.⁴²

In deze korte periode werden verscheidene vennootschappen opgericht en bestonden plannen voor nog meer projecten. Het succes van een beursgang hing in belangrijke mate samen met het moment van de emissie: de *hausse* was in de Nederlanden namelijk van zo korte duur dat veel emissies stonden gepland toen de koersen al begonnen te zakken. Van de 39 voorgenomen vennootschappen zijn er 31 daadwerkelijk opgericht. Van deze groep hebben er slechts acht werkelijk activiteiten ontplooid, zij het op veel beperktere schaal dan aanvankelijk voorzien.⁴³ De meeste vennootschappen werden na 1720 geliquideerd.⁴⁴

35. Carlos & Neal 2011, 30 e.v.

36. Dehing & 't Hart 1997, 57.

37. Neal 1993, 78 en 113 e.v. Er waren overigens meer internationale kruisverbanden; zo investeerden Engelsen veel in Frankrijk, terwijl bekend is dat Law zelf grote verliezen maakte omdat hij tijdens de *hausse* had gespeculeerd op daling van de koers van de EIC.

38. Dehing en 't Hart 1997, 58.

39. Neal 1993, 30 e.v. en 38.

40. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

41. De koers van het aandeel VOC noteerde 23 oktober 1719 892% en steeg tot in ieder geval 1190% eind juli 1720 en naar verluidt tot 1260% in augustus. Het aandeel WIC noteerde op 23 oktober 1719 81% en bereikte eind augustus een koers van 450% (Gelderblom & Jonker (in druk)); vgl. voorts Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013, Den Heijer 2005, 101 e.v. en Frentrop 2002, 141, met enigszins afwijkende cijfers, vermoedelijk als gevolg van verschillende referentiedata.

42. Begin oktober 1720, vlak na het instorten van de Londense beurs, was de euforie werkelijk voorbij (Gelderblom & Jonker (in druk)); Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013).

43. De compagnieën van Rotterdam, de Middelburgse Assurantie Compagnie, de Middelburgse Commerce Compagnie, Gouda, Den Haag, Utrecht, Zwolle en de Sociëteit Berbice (Gelderblom & Jonker (in druk)).

44. Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

De aandelen van slechts enkele ‘bubbelcompagnieën’ zijn daadwerkelijk aan de beurs verhandeld. Hoewel de compagnieën van Rotterdam en Delft koersen van 187%, respectievelijk 170% noteerden, lijken de meeste van deze vennootschappen nooit koersen boven 105–110% te hebben bereikt.⁴⁵ Hieruit volgt echter niet dat zich bij deze vennootschappen nooit een werkelijke luchtbel heeft ontwikkeld.⁴⁶ Uit de door Gelderblom en Jonker verzamelde gegevens blijkt immers dat de handel in aandelen van de meeste compagnieën pas aanving toen de luchtbel op, of over het hoogtepunt was. In het licht van de niet altijd even realistische ambities van de verschillende projecten, vormt het enkele feit dat aandelenhandel in sommige ‘dobbelcompagnieën’ op gang kon komen reeds een indicatie van een luchtbel.⁴⁷ Dit laat overigens onverlet dat Gelderblom en Jonker overtuigend aantonen dat de gevolgen van de windhandel voor de Nederlandse economie geringer zijn geweest dan men op grond van het *Groote Tafereel* zou vermoeden. Dit houdt ermee verband dat de meeste vennootschappen niet verder kwamen dan het prille oprichtingstadium, waarbij vaak maar 5% van de nominale waarde op het aandeel werd gestort.

81 Karakter vennootschappen. Hoewel enkele projecten in Amsterdam, Den Haag, Rotterdam en Utrecht zijn opgezet, is opvallend dat veel compagnieën werden geïnitieerd in Hollandse provinciesteden die niet alle bekend staan vanwege hun grote economische activiteiten.⁴⁸ Vermoedelijk wilden deze steden de beursmanie gebruiken om geld aan te trekken voor de plaatselijke of provinciale economie. Misschien anticipeerden zij op een consolidatie van plaatselijke vennootschappen tot een grote landelijke compagnie, zoals bij de VOC het geval was geweest en hoopten zij dat in hun stad een kamer van een dergelijke compagnie zou worden gevestigd.⁴⁹

Evenals in Engeland hadden veel compagnieën de assurantie tot hoofd- of nevenactiviteit. Het meest succesvol was de Compagnie van Commerce, Assurantie &c. tot Rotterdam⁵⁰ die bij oprichting f 600.000 wist te vergaren. Deze vennootschap, later genaamd Stad Rotterdam anno 1720, heeft bestaan tot

45. Gelderblom & Jonker (in druk).

46. Gelderblom & Jonker (in druk) die betogen dat zich geen luchtbel heeft ontwikkeld, doelen vermoedelijk op de geringe koersstijgingen van de meeste ‘dobbelcompagnieën’. Begrijp ik hen juist, dan menen zij met mij dat zich in de Nederlanden wel degelijk een luchtbel heeft voorgedaan, zij het dat deze aanmerkelijk kleiner was dan de Franse en Engelse.

47. *Groote Tafereel*, sectie brieven; eveneens opgenomen in Knuttel 1978, nr. 16.487–16.490.

48. In volgorde van aanvang van de inschrijving: Amsterdam, Rotterdam, Delft, Schiedam, Gouda, Leiden, Dordrecht, Hoorn, Purmerend, Edam, Monnikendam, Medemblik, Alkmaar, Den Haag, Vlaardingen, Enkhuizen, Muiden, Naarden, Weesp, Maassluis, Brielle. Buiten Holland werden projecten opgezet in Middelburg, Amhem, Utrecht, Harlingen, Vere, Hasselt, Kampen, Vlissingen, Steenwijk, Embden, Woerden (Gelderblom & Jonker (in druk)).

49. Gelderblom & Jonker (in druk); Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013.

50. *Groote Tafereel*, 25.

2000;⁵¹ de letters *SR* in het huidige ASR Verzekeringen, voormalig onderdeel van Fortis, herinneren nog aan deze vennootschap. Ook de Utrechtse Compagnie, niet van zwendelsmetten vrij, hield zich o.a. bezig met de assurantie en heeft tot 1750 bestaan; de Middelburgse Commercie- en assurantiecompagnieën bestonden zelfs tot 1888, resp. 1814.⁵² In Amsterdam namen maar liefst 264 kooplieden het initiatief tot een assurantiecompagnie. Evenals een eeuw eerder⁵³ werd de oprichting van een verzekeringsmaatschappij tegengehouden: veel kooplieden vreesden gedwongen winkelnering van een nieuwe monopolist, terwijl particuliere assuradeuren een grote concurrent vreesden. Vermoedelijk bestond er evenwel in Amsterdam voldoende markt voor een verzekeringsmaatschappij.⁵⁴

Bleken de Rotterdamse en Middelburgse vennootschappen werkelijk levensvatbaar, veel ‘dobbelpagnieën’ waren dikwijls met hun megalomane plannen nauwelijks serieus te noemen. De meeste compagnieën wilden zich bezighouden met activiteiten als koophandel in brede zin, assurantie, zeevaart en visserij. Sommigen wilden een plaatselijke wisselbank oprichten naar het voorbeeld van Amsterdam, tol heffen, kanalen graven, havens aanleggen of loterijen opzetten.⁵⁵ Bij de grootse plannen hoorde een enorm aandelenkapitaal. Zo dacht Alkmaar, niet aan de kust gelegen, *f* 24 miljoen te kunnen vergaren, onder andere ten behoeve van de plaatselijke zeevaart. Een geplaatst kapitaal van *f* 20 miljoen, gelijk aan het gezamenlijke vermogen van de VOC en WIC was niet uitzonderlijk.⁵⁶ Maar net als in Engeland en Frankrijk werd speculatiezucht aangemoedigd doordat doorgaans maar enkele percenten van de

51. Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 5.

52. Van der Heijden 1908, 158; De Vries 1976, 27

53. Zie nr. 47, nt. 2 en nr. 49, nt. 53.

54. Gelderblom & Jonker (in druk); Van der Heijden 1908, 155; *Groote Tafereel*, 14–16; Knuttel 1978, nr. 16484 en 16485.

55. De minste scrupules hadden de initiatiefnemers van een Gelderse Compagnie die dachten beleggers te interesseren voor een vennootschap die de gehele provinciale economie zou overnemen: *De onderneeminge en voortsettinge van dese Compagnie zal voornamelyk loopen op de volgende poincten: (i) De groote Negotie van Duytsland (...) Om welken handel een considerabele avantagie toe te brengen, men zal tragten, alle de Tollen langs gemelde Rivieren in admodiatie te neemen; (ii) Het voortsetten van diverse avantagieuse Fabriquen, als van Linnen en Wolle Manufacturen, Seepsiederyen, Linne-Bleykeren, en andere die na tyd en gelegenheid (...) kunnen worden opgerigt; (iii) Negotie van Tabak, Koorn, Papier, Holtgewasschen, Wöl, Honingh, Wasch, en 't geen de Provincie verder geeft; (iv) Octroy van Loteryen voor 30 Jaren in dese Provincie; (v) Alle soorten van beleeningen en assurantien, voornamentlyk met dat oogmerk om geen geld inutil te houden; (vi) Voorts eenige poincten van uiterste importantie, die om reedenen moeten werden gesecreteert; en verders andere, die de tyd en gelegenheid zal aan de hand geven, (...) waar van men hier alleen kan seggen, dat men sigh aan 't wesentlyke zal trachten te atacheren, en de Negotie wyd en sydts te extenderen, en ten dien eynde Comptoirs in Holland, Engeland en elders op te rigten, waar men het zal dienstig vinden. (Groote Tafereel, 9)*

56. Gelderblom & Jonker (in druk).

nominale som bij intekening moesten worden gestort. De Middelburgse Commercie Compagnie kende met 25% het hoogste percentage, maar spoedig bleek dit te hoog gegrepen.⁵⁷ Doorgaans zou een aanvullend gedeelte (meestal in porties van 5–10%) over een periode variërend van enkele maanden tot enkele jaren worden gestort.⁵⁸

Na het uiteenspatten van de luchtbel en de terugkeer van de nuchterheid werden de projecten een dankbaar voorwerp van spot, zo blijkt uit het Groote Tafereel. Zo zou de compagnie van Hoorn eerst een zandbank voor de kust moeten laten weghalen, voordat zij zou kunnen aanvangen met de activiteiten waarvoor zij was opgericht: het bedrijven van de commercie en navigatie.⁵⁹ En over de Utrechtse plannen: *zy spreken daar in van een Gragt of Canaal te maken uyt de Eems, of Suyder-Zee tot Uytrecht*, over het hoofd ziende dat *Uytrecht wel veertien voet hoog boven het ordinaire Ty [legt], wat schrikkelyk graven zou dit zyn? En het graven gedaan zynde, wat had Utrecht dan meer als nu, zy konnen immers haar goederen op en afzendenten door Muyden of Amsterdam*.⁶⁰

82 Interne inrichting. De meeste statuten van de 39 in 1720 geïnitieerde vennootschappen zijn opgenomen in het *Groote Tafereel der Dwaasheid*. Deze statuten geven een goed beeld van de ontwikkeling van het vennootschapsrecht ongeveer een eeuw na de oprichting van de grote Indische compagnieën. Veel compagnieën die in een kleine stad of buiten Holland werden opgericht hadden nauwe banden met het bestuur van de desbetreffende stad of provincie. Soms werden enkele van de bewindhebbers, ook wel aangeduid als directeuren, benoemd door de plaatselijke of provinciale autoriteiten, al dan niet na een voordracht door zittende bestuurders en/of (hoofd)participanten. In andere gevallen wisten de steden zich van invloed te verzekeren doordat de statuten bepaalden dat aandeelhouders niet meer dan een beperkt aantal aandelen mochten houden of dat aandeelhouders in de desbetreffende stad moesten wonen. Hierdoor kon worden voorkomen dat vermogende participanten (van buiten de stad) te veel zeggenschap zouden uitoefenen. Vergelijkbare kwaliteitseisen waren gebruikelijk voor (enkele van de) directeuren.

57. *Groote Tafereel*, 23.

58. Uit de gegevens, verzameld door Gelderblom & Jonker (in druk) kan worden afgeleid dat van de vennootschappen die daadwerkelijk activiteiten hebben ontplooid gemiddeld bijna 25% moest worden gestort. Bij de vennootschappen die niet zijn opgericht, of spoedig na oprichting te gronde zijn gegaan bedroeg het gemiddelde 10%.

59. *Groote Tafereel*, sectie brieven, 1.

60. *Groote Tafereel*, sectie brieven, 2–3. De Alkmaarse compagnie dacht verder kapitaal te vergaren waar *men een heel Jaar voor kan opkopen, al wat op haar Markten word te koop gebracht, zonder iets van 't verkogte weer wierd verkogt: (...) is dit geen gekheit dan ken ik die niet* (*Groote Tafereel*, sectie brieven, 2–3).



Opvallend is dat de meeste compagnieën naast bewindhebbers enkele commissarissen kenden. Daarbij moet wel worden aangetekend dat de inhoud van een commissariaat per compagnie kon verschillen. Bij de meeste compagnieën was de taak van commissarissen (dikwijls benoemd door de plaatselijke magistraten) beperkt tot toezicht op de inschrijving en storting van aandelen. Soms vervulden de commissarissen taken die wij ook thans met die van

commissarissen associëren, zoals het houden van toezicht bij het opmaken van de jaarrekening. In een enkele vennootschap kon een besluit tot kapitaalverhoging slechts worden genomen met goedkeuring van twee commissarissen.⁶¹ Bij de Middelburgse Assurantie Compagnie lijken functionarissen die als commissaris worden aangeduid echter eerder een bestuursfunctie te vervullen.⁶² In het geval van de Middelburgse Commercie Compagnie werden de toezichthoudende taken verdeeld onder de stedelijke autoriteiten en hoofdparticipanten. Het stadsbestuur stelde enkele commissarissen ‘over de directie’ aan, terwijl de stemgerechtigde actionisten⁶³ uit hun midden een aantal ‘gequalificeerde actionisten’ verkozen die met de directeuren verantwoordelijk waren voor het opmaken van de driejaarlijkse financiële afrekening.⁶⁴ Kortom, de wijze waarop de plaatselijke of provinciale magistraten bij bestuur en toezicht betrokken waren en de mate waarin dit geschiedde verschilde van compagnie tot compagnie, maar bijna steeds verzekerde het stads- of provinciebestuur zich van aanzienlijke invloed op de vennootschappen van 1720.⁶⁵

Hoewel de zeggenschap van aandeelhouders ook bij de vennootschappen van 1720 maar beperkt was, maakte het vennootschapsrecht op het gebied van zeggenschap van aandeelhouders wel degelijk enige ontwikkeling door. In hoofdstuk 2 is al gebleken dat de VOC en WIC geen aandeelhoudersvergadering kenden, terwijl overigens in de 17^e eeuw maar een handvol actiëncompagnieën is opgericht. Van deze kende slechts een enkele actiëncompagnie, zoals de Middelburgse Directeurscompagnie (1643), een aandeelhoudersvergadering.⁶⁶ In 1720 was de aandeelhoudersvergadering gemeengoed geworden. Gelet op de nauwe verbindingen met Engeland is aannemelijk dat deze ontwikkeling aan Engelse invloed is toe te schrijven. Daar vervulde de aandeelhoudersvergadering immers van oudsher een centrale rol.

Bij de meeste compagnieën zou jaarlijks een aandeelhoudersvergadering plaatsvinden, soms tweemaal per jaar of eens per twee of drie jaar. Tijdens deze vergadering kwam de financiële afrekening, of een uittreksel ervan aan de orde en werd besloten tot uitkering van dividend.⁶⁷ In Monnikendam zou de aandeelhoudersvergadering besluiten over het salaris van de directeuren.⁶⁸ In de meeste gevallen kon de aandeelhoudersvergadering enkele of alle bewindhebbers en commissarissen benoemen, al ontbreken bepalingen over ontslag

61. Bijv. Purmerend; *Groote Tafereel*, 4.

62. *Groote Tafereel*, 22–23; Vgl. Van der Heijden 1908, 153.

63. Zij die een belang van ten minste f 6000 hadden.

64. *Groote Tafereel*, 23.

65. Evenzo Gelderblom & Jonker (in druk).

66. Knuttel 1978, nr. 5020 en Van der Heijden 1908, 112 e.v.

67. De statuten van de Utrechtse Compagnie melden overigens dat bewindhebbers jaarlijks 6% dividend zouden uitkeren: *wel meerder maar niet minder* (*Groote Tafereel*, 11). Gouda stelde zich met een minimum-dividend van 3% bescheiden op (*Groote Tafereel*, 1).

68. *Groote Tafereel*, 5.

van bewindhebbers door de aandeelhoudersvergadering.⁶⁹ In lijn met de Nederlandse traditie hadden doorgaans alleen hoofdparticipanten stemrecht. Soms was hiertoe vereist dat een aandeelhouder een bepaald aantal aandelen hield, in andere gevallen waren hoofdparticipanten de tien, 15 of 20 aandeelhouders met het grootste belang. Ook langs deze weg kon de plaatselijke of provinciale regentenklasse – die zich vaak bij intekening al van invloed verzekerde door de benoeming van commissarissen – de werkelijke zeggenschap binnen de compagnie uitoefenen.⁷⁰ Bij de wijze van uitoefening van het stemrecht heeft het persoonlijk beginsel nog duidelijk de overhand: bij alle vennootschappen kunnen de stemgerechtigde aandeelhouders slechts één stem uitbrengen. Het stemrecht was dus meestal voorbehouden aan de hoofdparticipanten; de hoofdparticipanten hadden onderling een gelijke positie, ongeacht ieders belang.⁷¹

De aandeelhoudersvergadering was niet alleen betrokken bij de benoeming van bestuurders of commissarissen, maar geregeld ook bij besluiten tot verdere storting op aandelen die in beginsel niet volledig werden volgestort.⁷² Het geplaatste kapitaal kreeg op die manier veeleer het karakter van maatschappelijk kapitaal. Bij andere vennootschappen kon het bestuur zelfstandig besluiten tot kapitaalverhoging/verdere storting. Niet alleen de grotere rol van de aandeelhoudersvergadering valt tot Engelse invloed te herleiden, dat geldt ook voor de introductie van een nominale waarde van aandelen.⁷³ Bij ongeveer een kwart van de vennootschappen werd ook expliciet vermeld dat aandeelhouders slechts verplicht waren tot volstorting en dat zij overigens niet aansprakelijk zijn. Bij de VOC en de WIC werd dit reeds algemeen aangenomen, maar een bepaling van deze strekking was nog niet in één van de octrooien van deze compagnieën opgenomen.⁷⁴ De aandelen luiden op naam,

69. Wel bepalen de statuten van Harlingen (*Groote Tafereel*, 2) dat na vijf jaar een bij loting aan te wijzen directeur zou aftreden, met de mogelijkheid van herbenoeming door de AVA.

70. En voor zover de hoofdparticipanten van elders kwamen, werd getracht hen in te kapselen, zoals bij de Zwolse Compagnie die het stemrecht toekende aan de 30 grootste aandeelhouders die, als zij van elders zouden komen *alle met het Burger-regt zullen worden vereerd* (*Groote Tafereel*, 13).

71. Van Houten 1889, 11–12.

72. Soms waren deze besluiten ook onderworpen aan de goedkeuring van commissarissen.

73. Een uitzondering vormen de twee vroegste projecten van Amsterdam en Rotterdam. De intekening ving bij deze vennootschappen aan op 10, resp. 22 juni 1720. De minimuminleg van f 5.000 die volgens de statuten van laatstgenoemde vennootschap moet echter als nominale waarde worden beschouwd (Van der Heijden 1908, 152).

74. Waarschijnlijk wordt daarmee bedoeld op interne beperkte aansprakelijkheid, hetgeen overigens niet betekent dat er geen uitgesloten aansprakelijkheid van aandeelhouders zou zijn.

mogelijk om te bewerkstelligen dat voor iedere overdracht een overdrachtspremie werd betaald aan de vennootschap en/of aan de desbetreffende stad.⁷⁵

Uit bovenstaande schets blijkt dat veel vennootschappen nauw in verbinding stonden tot de plaatselijke of provinciale overheid: deze ondersteunde de oprichting actief, hield toezicht op de intekening en storting, verleende privileges en had soms doorslaggevende zeggenschap. Het semi-publiekrechtelijke karakter van de 17^e-eeuwse compagnie valt in deze vennootschappen nog enigszins te herkennen. Aan het andere uiterste stonden de Rotterdamse en Middelburgse assurantiecompagnieën en, in mindere mate, de Middelburgse Commerciecompagnie die overwegend privaatrechtelijk van aard waren en waarin de plaatselijke overheid geen zeggenschap van betekenis had. Toch bleek ook hier hoe nauw bestuur en koophandel onderling verweven waren, doordat veel Rotterdamse magistraten in de Assurantiecompagnie participeerden. Bovendien konden ook deze private vennootschappen slechts worden opgericht na goedkeuring door het stadsbestuur. Dat de goedkeuring van overheidswege als vereiste werd gezien, kan niet alleen worden afgeleid uit het feit dat dit gebruikelijk was bij de in 1720 opgerichte actiëncompagnieën, maar vooral ook doordat de Amsterdamse Assurantie-Societeit niet werd opgericht, juist *omdat* de goedkeuring van het stadsbestuur ontbrak.⁷⁶ In zoverre valt nog een spoor van invloed van de *universitas* te herkennen, ook bij de ‘privaatrechtelijk getinte’ vennootschappen van 1720.

Hoewel kortom de actiëncompagnie een duidelijke stap zette in de richting van een privaatrechtelijke vennootschap, bleef steeds de betrokkenheid van overheidswege. Meer dan Van der Heijden zou ik dit publieke element willen benadrukken.⁷⁷ Met Van der Heijden valt weliswaar te concluderen dat een belangrijke vernieuwing lag in de algemene erkenning van de ‘wonderbare kapitaals-associatieve kracht der naamlooze vennootschap in het gemeen verkeer.’⁷⁸ Maar daaraan moet worden toegevoegd dat deze vooral is gebruikt door de plaatselijke regenten die het beleggersklimaat aangrepen om gelden te vergaren ten behoeve van de plaatselijke economische ontwikkeling en het eigen gewin. Langs verschillende wegen wisten zij de doorslaggevende zeggenschap bij zichzelf te concentreren. Pas in de tweede helft van de 18^e eeuw werden compagnieën opgericht waarmee de overheid in het geheel geen bemoeienis had. Over deze periode handelt de volgende paragraaf.

75. Deze bedroeg doorgaans 0,1–0,2% van de nominale waarde. Soms moesten ter gelegenheid van de overdrachten nog enkele stuivers worden betaald ten behoeve van de armen.

76. Verder werden enkele (identieke) Haagse projecten tegengehouden die waren geïnitieerd door de Gabriel de Souza Britto (Gelderblom & Jonker (in druk); *Groote Tafereel*, 14 e.v.).

77. Van der Heijden 1908, 154 e.v.; 160 e.v.

78. Van der Heijden 1908, 160.

3.2 De tweede helft van de 18^e eeuw

83 Interne organisatie. De gevolgen van de krach van 1720 waren voor de Nederlanden minder dramatisch dan voor Engeland en vooral Frankrijk. Niettemin was in alle drie de landen de actiëncompagnie in diskrediet gebracht. Om deze reden, maar vooral ook omdat vóór de industriële revolutie veel ondernemingen nog betrekkelijk kapitaalstelsel waren, werden gedurende een halve eeuw weinig actiëncompagnieën opgericht. Wel kwam met enige regelmaat voor dat vennootschappen die als firma-vennootschap waren opgericht door de groei van de onderneming en het aantal vennoten geleidelijk kenmerken gingen vertonen die typerend zijn voor de actiëncompagnie; denk bijvoorbeeld aan vrije overdraagbaarheid van aandelen. Een voorbeeld biedt de Middelburgse Zaagmolencompagnie (nr. 86) en de Amsterdamse moutmolen de Hooiberg.⁷⁹

De laatste decennia van de eeuw lieten een opleving zien door de oprichting van enkele ‘visserij-sociëteiten,’ kaaprederijen en vooral van assurantiecompagnieën.⁸⁰ Het valt op hoezeer de statuten van deze assurantiecompagnieën op elkaar lijken of zelfs identiek zijn.⁸¹ Grondtoon blijft steeds de geringe zeggenschap van aandeelhouders, ditmaal niet omdat de compagnieën nauw met de Generaliteit of het plaatselijke of provinciale bestuur verbonden waren, maar omdat toezichthoudende taken veelal namens aandeelhouders door commissarissen werden vervuld. Hoewel toezichthoudende functies voordien niet onbekend waren (denk aan de Heren IX van de VOC – zie nr. 60) en hoewel het commissariaat in 1720 niet onbekend was, kon er tot 1770 nog niet gesproken worden van een commissariaat in de huidige betekenis van het woord. Na 1770 veranderde dit: commissarissen werden gebruikelijker en hun taken meer vastomlijnd.⁸² Zij controleerden de jaarrekening, stelden het dividend vast en verleenden het bestuur decharge die in deze periode haar intrede deed. Beperkten de commissarissen zich doorgaans tot toezicht, bij sommige vennootschappen zetten zij ook het beleid uit. Met de uitvoering waren dan bestuurders belast die ten opzichte van de commissarissen een ondergeschikte positie innamen. Commissarissen werden voor het leven

79. De molen bestond al ten minste sinds 1586 en werd in 1744 in een openbare veiling door acht vennoten gekocht. In 1855 gingen de 80 vennoten over tot inbreng in een daartoe opgerichte NV, maar al in de 18^e eeuw vertoonde de firma-vennootschap al enkele kenmerken van de actiëncompagnie. Aandelen (parten) gingen over door overerving en waren overdraagbaar met inachtneming van een aanbiedingsregeling. Het aandelenbezit versplinterde zodanig dat in 1821 een vennoot een aandeel ter grootte van 51/11520 had. Interessant is dat de vennootschap vanaf 1744 ‘gecommitteerden’ kende wier takenpakket doet denken aan het commissariaat. In 1864 zou de bierbrouwerij die aan de molen verbonden was door Gerard Heineken worden gekocht. Uitvoerig Van Eeghen 1958.

80. Van der Heijden 1908, 172 e.v.

81. Voor een uitvoeriger beschrijving van deze vennootschappen: Van der Heijden 1908, 188–204.

82. Van der Heijden 1908, 204.

benoemd, hetzij door coöptatie, hetzij door de aandeelhouders uit een voordracht van directeuren en/of commissarissen. Directeuren werden doorgaans benoemd door commissarissen, of door aandeelhouders, eveneens na een voordracht door directeuren en/of commissarissen.

Aandeelhouders van de assurantiecompagnieën hadden soms een beperkte inzage in de balans, maar konden overigens nauwelijks controle uitoefenen, omdat ‘generale vergaderingen’ zelden plaatsvonden. Slechts bij de benoeming van commissarissen en directeuren (indien van toepassing) of bij verlenging van de termijn gedurende welke de compagnie was opgericht, kwam de ‘generale vergadering’ bijeen.

Uit deze schets blijkt dat ook de assurantiecompagnieën oligarchisch waren georganiseerd: de aandeelhoudersrechten waren voornamelijk van financiële aard, terwijl de zeggenschap vast in handen was van een kleine groep directeuren en commissarissen. Illustratief is dat in de Nederlanden het begrip aandeel ten tijde van de Republiek steeds in financiële zin is begrepen: een vorderingsrecht op de vennootschap waarvan de omvang afhankelijk is van de resultaten van de vennootschap. Het lidmaatschapskarakter dat typerend is voor een meer corporatieve organisatie zoals in Engeland trad ten tijde van de Republiek nauwelijks naar voren.⁸³ De Engelse invloed in 1720, zichtbaar in een meer prominente rol voor de aandeelhoudersvergadering, was aan het einde van de eeuw duidelijk op zijn retour.

Dat gold niet alleen voor de actiëncompagnieën die aan het einde van de eeuw werden opgericht. Ook de meest succesvolle vennootschap van 1720, de Rotterdamse Compagnie van Commerce, Assurantie &c. ontwikkelde zich geleidelijk – en met kennelijke instemming van de aandeelhouders – in de richting van een oligarchie. Zo hadden de aandeelhouders in 1721 besloten om de jaarrekening te laten controleren door zes *visitateurs* die jaarlijks werden benoemd. Bij gebrek aan belangstelling werden er in 1742 geen stemmen meer uitgebracht. Nadat de directie er niet in was geslaagd voor deze functie interesse bij aandeelhouders te wekken besloot de directie in 1753 geen visitateurs meer te laten kiezen.⁸⁴ Toen de aandeelhouders in 1773 geen interesse meer hadden om überhaupt stemmen uit te brengen voor de benoeming van directeuren, werd voortaan ook hiervan verder afgezien, hetgeen overigens niet heeft geleid tot ongelukken.⁸⁵ Pas in 1855 zouden onder druk van aandeelhouders weer nieuwe visitateurs worden benoemd.⁸⁶

83. Pauw, *Observationes Tumultuariæ Novæ*, nr. 1147 (1771), waarover Punt 2010, 201, omschrijft een actie als ‘zulke effecten die jaarlijks eene onzekere uitdeling geven, *pro modi lucris aut damni quod societas fecerat* [al naar gelang de winst of verlies die de vennootschap maakt].’ Vgl. voorts Voet, *Commentarius I* (1737), D. 18.4.11; Coing I (1985), 528; Mehr 2008, 313 e.v.; Punt 2010, 209 e.v.; Colenbrander 1901.

84. Slechte 1970, 279.

85. Slechte 1970, 280; 289.

86. Slechte 1970, 280; 287.

Niettemin deden zich wel enige vernieuwingen voor ten aanzien van de uitoefening van zeggenschap van aandeelhouders. In 1720 had de nominale waarde van aandelen haar intrede gedaan. Deze had in zoverre betekenis voor de uitoefening van het stemrecht, dat sommige compagnieën de status van hoofdparticipant relateerden aan het aantal aandelen. Slechts hoofdparticipanten hadden toegang tot de vergadering en konden daar één stem uitbrengen. Dit betrekkelijk grofmazige systeem bleef in de 18^e eeuw bestaan, maar daarnaast werden ook de eerste vennootschappen opgericht die het aantal stemmen per aandeelhouder rechtstreeks relateerden aan het aantal aandelen dat deze bezat, de zogenaamde proportionele of plutocratische stemrechtverdeling.⁸⁷ Er ontstonden ook tussenvormen waarbij wel een zekere relatie tussen belang en zeggenschap werd gelegd, maar waarbij deze relatie niet één op één werd doorgevoerd, het zogenaamde degressieve stemrecht.⁸⁸ Doordat het WvK van 1838 het wettelijk aantal uit te brengen stemmen per aandeelhouder aan een maximum verbond, zouden de meeste NV's in de 19^e eeuw degressieve varianten in hun statuten opnemen.⁸⁹

84 Amsterdamse Assurantie-Societeit; informatierechten. Eén van de typische vennootschappen in deze periode was de Amsterdamse Assurantie-Societeit, opgericht in 1772. Deze vennootschap raakte verwickeld in verscheidene conflicten die voor de Hoge Raad van Holland en Zeeland werden uitgevochten. Dankzij de dagboek aantekeningen van zijn president Willem Pauw (1712–1787), gebundeld in de *Observationes Tumultuariæ Novæ* (OTN), krijgen wij een interessante inkijk in het toenmalige vennootschapsrecht ten aanzien van de informatierechten van aandeelhouders, het rechtspersoonlijkheidsbegrip en aansprakelijkheid van commissarissen (en bestuurders). De aantekeningen van Pauw bieden inzicht in de argumenten die althans Pauw aan de – destijds niet gemotiveerde – uitspraken van deze Hoge Raad ten grondslag legde. Pauw bouwde met zijn OTN voort op de *Observationes Tumultuariæ* (OT) van zijn schoonvader en voorganger bij deze Hoge Raad, Cornelis van Bijkershoek (1673–1743).⁹⁰

87. Bijvoorbeeld de Rotterdamsche Sociëteit van Assurantie (1770), de Assurantie-Compagnie te Amsterdam (1771), de Brand-Maatschappij te Amsterdam (1790) en de Compagnie van Speculatie en Handel in Effecten (1808) (Van der Heijden 1908: 190, 192, 199, 211).

88. Een voorbeeld biedt het project voor de (uiteindelijk nooit opgerichte) Bataafse Bank (1802): een belang van *f* 1000 – 5000 gaf recht op één stem, *f* 6000 – 10.000 twee; van *f* 11.000 – 25.000 drie, *f* 26.000 – 50.000 vier, terwijl iedere *f* 50.000 daarboven nog een stem verschaft (Van der Heijden 1908, 209). Vgl. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 367 met verwijzingen.

89. Vgl. Freeman, Pearson & Taylor 2012, 143 e.v. en Dunlavy 2004 over uiteenlopende degressieve varianten in Groot-Brittannië en de VS in de 18^e en 19^e eeuw.

90. Over de OT en OTN, in het bijzonder met betrekking tot het vennootschapsrecht: Punt 2010. OT en OTN verwijzen in het vervolg naar Van Bijkershoek, *Observationes Tumultuariæ* I, resp. Pauw, *Observationes Tumultuariæ Novæ*. Over de Amsterdamse Assurantie-Societeit: Punt 2010, 213–222.

Blijkens de statuten stond de Amsterdamse Assurantie-Societeit onder leiding van drie commissarissen – bij oprichting benoemd door de aandeelhouders en nadien door middel van coöptatie – en twee directeuren die voor het leven benoemd waren.⁹¹ Bij overlijden van een directeur zouden de commissarissen een nieuwe directeur benoemen. Directeuren waren gezamenlijk bevoegd om de compagnie te vertegenwoordigen *schoon dezelve gehouden zijn in alles communicatief te werk te gaen*. Zij waren bovendien verplicht de commissarissen te raadplegen bij *critique schaden*.⁹² In algemene zin was bepaald dat de directeuren *aen Commissarissen zullen gesubordineerd zijn*.⁹³ Anders dan ten aanzien van de directeuren, schreven de statuten voor dat commissarissen tevens aandeelhouder zouden zijn.⁹⁴ De commissarissen waren voorts belast met toezicht op de kwartaal- en jaarrekening, terwijl zij verder besloten over uitdelingen.⁹⁵

Evenals bij de meeste vennootschappen van 1720 behoefde bij oprichting slechts 10% van de nominale som van f 5.000 te worden gestort.⁹⁶ Hierboven zagen we dat in 1720 daarmee vooral een hefboom werd gecreëerd die speculatie aanmoedigde. In het geval van de Amsterdamse Assurantie-Societeit strekt deze bepaling er vooral toe om de commissarissen *in gevalle zulks door onverhoopte schaden kwame gerequireerd te worden* in staat te stellen extra kapitaal aan te trekken.

Deze bepaling leidde ertoe dat aandelen tegen dumprijzen werden verhandeld toen de vennootschap kort na oprichting vermoedelijk door malversaties van haar directeur in betalingsproblemen geraakte.⁹⁷ De betalingsproblemen leidden niet alleen tot conflicten tussen de beide directeuren, maar ook tot geschillen met crediteuren en tussen commissarissen en aandeelhouders. De aandeelhouders, die immers op grond van de statuten geen enkele zeggenschaps- of informatierechten hadden, waren niet alleen verontwaardigd over het gebrek aan verantwoording, maar vreesden bovendien te worden aangesproken tot volstorting van hun aandelen.⁹⁸ Aandelen werden daarom soms zelfs verhandeld tegen een negatieve prijs van 20% van de nominale waarde.⁹⁹

91. Opgenomen bij Le Moine de l’Espine & Le Long 1801, 37–46; over de statuten ook Van der Heijden 1908, 192–193.

92. Art. V en VI.

93. Art. XXV.

94. Art. II.

95. Art. XX en XXI.

96. Behoudens door buitenlandse aandeelhouders die hun aandeel direct moesten volstorten, met dien verstande dat zij een rentevergoeding kregen.

97. Wat er precies was misgegaan valt moeilijk te achterhalen. De *Koopman VI* (1776), 218–224 verhaalt van moddergooierij door Gerard Swam, directeur en boekhouder, die zijn adjunct betichtte van ontrouw en verraad en de commissarissen van gebrekkig toezicht, maar die volgens de *Koopman* zelf evenmin vrijuit zou gaan.

98. *Koophandel* 1776, 47; Punt 2010, 214–215.

99. *Koopman* 1776, 219.

Veertig ontevreden aandeelhouders spraken daarom de commissarissen aan en vorderden dat de boeken bij een neutrale derde werden ondergebracht, alwaar zij konden worden ingezien en gekopieerd. Verder eisten zij dat het de commissarissen zou worden verboden de boeken aldaar weg te halen, om in naam van de vennootschap nieuwe activiteiten te ontplooien en om zonder toestemming van de aandeelhouders de lopende zaken af te handelen. Ook verlangden zij rekening en verantwoording van de commissarissen.¹⁰⁰ Deze aandeelhouders, die volgens Pauw minder dan de helft van de aandeelhouders vertegenwoordigden, kregen echter bij zowel het Hof van Holland als de Hoge Raad (in 1774) nul op hun rekest. Hun vordering was in strijd met het *contract der associatie* waarin was opgenomen dat de commissarissen alle bevoegdheid hadden om de onderneming te drijven zonder medewerking van de aandeelhouders.¹⁰¹ Niettemin liet Pauw kennelijk de mogelijkheid open dat de commissarissen zelfs bij een vennootschap met geheel machteloze aandeelhouders in geval van verzuim konden worden ontslagen: ‘Hetgeen de aandeelhouders aanvoerden om te bewijzen dat het bestuur van deze commissarissen tekortschoot en tot het einde van de vennootschap en zo tot schade leidde, was niet van dien aard, dat de commissarissen onder verlies van hun goede naam zouden worden ontheven van de uitoefening van de functie die zij met instemming van de gehele vennootschap bekleedden.’¹⁰² Begrijp ik Pauw juist, dan kwalificeerde hij een onbehoorlijke taakvervulling als verzuim van het vennootschapscontract, hetgeen in beginsel ontslag door de rechter kon rechtvaardigen.¹⁰³ De aandeelhouders hadden daartoe weliswaar te weinig

100. OTN 1284: ‘*Primo van autorisatie op een deurwaarder teneinde de boeken der societeit te brengen onder een neutrael te benoemen persoon, om daarvan te kunnen nemen visie, en des begerende, te maken copien; secundo poenaal, quo ipsis interdiceretur libros illos alio amovere, aut quidquam novi societatis nomine suscipere, vel quae gerenda restabant sine sociorum concursu gerere; denique mandament van rau-actie, quo juberentur sibi rationes reddere habitae a se administrationis.*’

101. OTN 1284: ‘*Quidquid enim socii isti (et ne dimidiam quidem partem sociorum hi efficiebant) petebant, adversa fronte pugnabat met het contract der associatie; eo enim illis qui societati erant praepositi plenissima data erat facultas, quaecumque ad explicandum id negotium pertinebant gerendi per se et sine concursu ceterorum sociorum.*’

102. OTN 1284: ‘*Quae vero in medium proferebant ut ostenderent, horum hominum gestionem in necem societatis tendere, et sic periculum in mora esse, non ejus erant momenti ut cum detrimento existimationis suae deturbarentur ab exercitio muneris quo ex consensu totius societatis fungebantur.*’

103. Daarmee was het conflict niet ten einde. Blijkens OTN 1308 (1775) waren partijen kort nadien overeengekomen om de administratie te verzegelen in afwachting van een schikking. Klaarblijkelijk wilden de commissarissen hieraan een einde maken en wendden zij zich tot de Hoge Raad. Deze hield hen evenwel aan hun afspraak en wees de vordering van de commissarissen af. Acht jaar later was de strijdbijl nog steeds niet begraven, al hadden 30 van de 40 aandeelhouders inmiddels hun aandelen verkocht (OTN 1650 (1783)). De overgebleven *decemviri* hadden beslag gelegd op de administratie, maar waren door de schepenen van Amsterdam en het Hof van Holland veroordeeld tot opheffing van het beslag

aangevoerd, volgens *De Koopman* had het juist aan kundige commissarissen ontbroken, een probleem dat kennelijk toen al niet nieuw was. Want, zo stelde *De Koopman*, ‘niet veel luiden zyn genegen een lastige post op zig te neemen waar aan geen Voordeel altoos gehegt is, zoo het waar zy dat ook Commissarissen die zulks geworden zyn, ‘er niet voor getrokken hebben; te meer, vermits elk al zyn Affaire en Ombrage heeft.’¹⁰⁴

85 Amsterdamse Assurantie-Societeit; rechtspersoonlijkheid? Uit de OT en de OTN lijkt te kunnen worden afgeleid dat Van Bijkershoek en Pauw de 18^e-eeuwse actiëncompagnie niet in alle opzichten beschouwden als dezelfde rechtsvorm als de VOC en WIC. De OTN verhalen van verschillende geschillen over jurisdictionele bevoegdheden van de VOC die geassocieerd worden met de *universitas* (zie § 1.2 en nr. 48).¹⁰⁵ In een geschil ter zake van een onjuiste verwerking van een aandelenoverdracht in het aandeelhoudersregister (OT 1195 (1715)), verweerden de VOC-bewindhebbers zich tegen aansprakelijkheid met de stelling ‘dat zij niets anders dan ambtenaren zijn, bij wie onroerende goederen worden overgedragen en die nooit aansprakelijk worden geacht voor onjuiste boekingen.’¹⁰⁶ Of dit verweer op de juiste gronden berustte blijkt niet, nu de vordering op de bewindhebbers op andere gronden werd afgewezen. Niettemin wijzen deze aantekeningen op invloed van de *universitas*. Hiermee is in overeenstemming de in nr. 48 aangehaalde *commentarius* van Voet, die onder verwijzing naar de *universitas*, art. 42 van het Octrooi zo uitlegt dat de bewindhebbers niet in hun privéhoedanigheid kunnen worden gedagvaard.¹⁰⁷

In de zaken waarbij andere actiëncompagnieën betrokken waren valt invloed van de *universitas* evenwel niet te bespeuren. Bestuurders en aandeelhouders

en tot vergoeding van de hierdoor door de vennootschap geleden schade. Tegen dit oordeel kwamen zij tevergeefs op bij de Hoge Raad van Holland en Zeeland die op 4 april 1783 hun vordering afwees, nu de boeken nodig waren voor de bedrijfsvoering van de vennootschap. Zie Punt 2010, 216–217.

104. *Koopman* VI (1776), 222.

105. OTN 430, 457, 481, 683 en 803, 1429.

106. OT 1195 (1715), waarover uitvoerig Punt 2010, 207 e.v.: ‘*Ajebat, se non alio loco esse quam magistratus, apud quos bona immobilia transferuntur, quorumque periculo nunquam fiunt injustae cessiones.*’

107. Men zou misschien kunnen tegenwerpen dat, op een enkele uitzondering na, de bewindhebbers als procespartij optraden en, als de zaak daartoe aanleiding gaf, zelf werden veroordeeld (OTN 71 waarover Punt 2010, 206). Anderzijds constateert Punt ook dat in het midden blijft of de executie geschiedde ten laste van het privévermogen, dan wel of slechts verhaal kon worden gehaald op zaken van de VOC. Bovendien behoeft deze gang van zaken niet in strijd te zijn met art. 42 Octrooi, dat immers algemeen zo wordt uitgelegd, dat de bewindhebbers in kwaliteit worden gedagvaard (nr. 48). Wellicht kan men stellen dat zij als bewindhebbers tevens optraden als *syndicus*, de vertegenwoordiger die van oudsher namens een *universitas* in rechte optrad (nr. 31), een figuur die ook in de 18^e eeuw in de Republiek nog werd gebruikt (Van Bijkershoek, *Quaestiones jur. publ.* (1737), 2.XIII).

HOOFDSTUK 3

worden niet consequent aangeduid als *curatores* en *participes*, zoals bij de VOC en WIC, maar als *socii*.¹⁰⁸ Zo ook in twee andere zaken waarbij de Amsterdamse Assurantie-Societeit betrokken was (OTN 1607 (1782) en 1660 (1783)). In die zaken speelde de vraag of de commissarissen in persoon aansprakelijk waren voor schulden die de directeur namens de compagnie was aangegaan. De zaak is bovendien van betekenis voor de vraag of deze actiëncompagnie ‘rechtspersoonlijkheid’ genoot. Anders dan bij de VOC en WIC worden volgens OTN 1607 de commissarissen van de Amsterdamse Assurantie-Societeit wel degelijk in persoon aansprakelijk gehouden:

‘Zij maakten immers deel uit van die vennootschap en zo bestuurden zij zowel in het belang van henzelf als van de overige vennoten; aan de andere kant vertegenwoordigden zij de vennootschap, die de ware schuldenaar [*proprie debitor*] was en die als *corpus morale* niet kon worden gedagvaard, en zo konden zij rechtstreeks worden onderworpen aan de executie, zowel in eigen naam, als op naam van de vennoten voor wie zij persoonlijk aansprakelijk waren.’¹⁰⁹

Alvorens in te gaan op de vragen die deze aantekening oproept bezien wij OTN 1660 waarin dezelfde commissarissen jegens een derde persoonlijk aansprakelijk worden gehouden voor schulden die de directeur namens de vennootschap was aangegaan:

‘De gehele vennootschap, of, wat op hetzelfde neerkomt, het gehele lichaam van vennoten [*universum sociorum corpus*], wanneer dit lichaam een overeenkomst aangaat door middel van personen die door het lichaam zijn benoemd, verplicht zichzelf om dat wat door die personen wordt verricht na te komen. Zo kan dus de gehele vennootschap gehouden worden de schade te vergoeden die door de verzekerden is geleden. Maar omdat door de vennoten drie mannen uit de groep van vennoten zijn verkozen die zorg dragen voor de gehele vennootschap – die het hele lichaam van vennoten [*totum sociorum corpus*] vertegenwoordigen, zoals volgt uit de omschrijving van de overeenkomst die is aangegaan door de vennoten – staat het zo voldoende vast dat ook zij kunnen worden aangesproken tot betaling van het geld waartoe degene is veroordeeld die de verzekeringsovereenkomsten heeft getekend in zijn hoedanigheid van directeur. Dus kan het vonnis dat ten laste van de directeur is gewezen ook ten laste van de

108. Punt 2010, 204, verwijzend naar OT 575 en OTN 71, 683, 805, 950, 1065 en 1429.

109. OTN 1607 (1782): ‘*Ipsi enim pars erant istius societatis et sic tam rem suam quam ceterorum sociorum gerebant; societatem autem, quae proprie debitor quaeque ut corpus morale non poterat conveniri, repraesentabant, atque ita tum suo tum sociorum nomine quorum personam sustinebant recta executioni poterant subijci.*’

commissarissen worden geëxecuteerd, als hij daaraan zelf niet heeft voldaan.’¹¹⁰

OTN 1607 en 1660 roepen verschillende vragen op. Hoe valt te verklaren dat Pauw de commissarissen (en de directeur) van een actiëncompagnie in persoon aansprakelijk houdt, terwijl bij de VOC en WIC juist wordt aangenomen dat bewindhebbers niet persoonlijk aansprakelijk zijn? Moet de opvatting van bijvoorbeeld Van der Heijden en Asser dat bestuurders van een actiëncompagnie niet jegens derden aansprakelijk zijn worden genuanceerd, of vertolkt Pauw hier een opvatting die niet overeenstemt met de heersende leer en/of het handelsgebruik?¹¹¹ En wanneer commissarissen (en bestuurders) persoonlijk aansprakelijk zijn voor schulden van de vennootschap, hoe verhoudt zich dit tot Pauws omschrijving van de vennootschap als *corpus morale* (met een anachronisme te vertalen als zedelijk lichaam) en als *universum/totum sociorum corpus* (het gehele lichaam van vennoten)? Dit lichaam is volgens Pauw immers zélf gehouden de verplichtingen na te komen die haar vertegenwoordigers namens haar zijn aangegaan. Beschouwt hij de vennootschap enerzijds als ‘rechtspersoon’, en ontkent hij anderzijds de gevolgen ervan door commissarissen aansprakelijk te houden?¹¹² Of doet de ‘rechtspersoonlijkheid’ niet af aan de aansprakelijkheid van de commissarissen?

En hoe verhoudt zich Pauws *corpus morale* tot de *universitas* die niet alleen de VOC en WIC heeft beïnvloed, maar ook ten grondslag ligt aan een geschil inzake een negotiatie, een aan de actiëncompagnie verwante beleggingsmaatschappij?¹¹³ Bij de *universitas* was immers sinds de Middeleeuwen mede op basis van D.3,4,7,1 een zeker rechtspersoonlijkheidsbegrip ontwikkeld op grond waarvan de leden juist *niet* in persoon konden worden aangesproken voor de schulden van de *universitas*.¹¹⁴ Bovendien kon de *universitas* van oudsher door middel van een *syndicus* in rechte optreden, terwijl hier de commissarissen worden gedagvaard in privé en namens de gezamenlijke

110. OTN 1660 (1783): ‘*Ecce enim universa societas, seu, quod eodem redit, universum sociorum corpus, dum per homines a se constitutos contrahit, ipsum se obligat ad praestandum id quod per homines istos geritur; universa sic societas potuisset conveniri de reserciendo damno quod assecuratis datum, at cum a sociis tres viri e sociis erant delecti (commissarii scilicet) qui universae societatis curam gererent – totum sociorum corpus exhiberent, ut ex formula contractus inter socios initi – sic satis constabat et hi de praestanda pecunia in quam damnatus erat qui directoris nomine contractibus assecurationis scripserat poterant conveniri, atque ita sententia quae adversus eum lata, cui ipse non satisfecerat, adversus illos executioni poterat mandari.*’ Vertaling grotendeels ontleend aan Punt 2010, 221.

111. Asser 1983, 161; Van der Heijden 1908, 28 e.v., 106; Van Hall 1834, 1–2.

112. Punt 2010, 221.

113. Zie OTN 1423, waarin wordt verwezen naar D.3,4,6,3.

114. Zie hierboven, § 1.2.2. Voorts Van Bijniershoek, *Quaestionum jur.publ.* (1737), 2.XIII.

vennoten.¹¹⁵ Verstaat Pauw onder het *corpus morale* en *universum/totum corpus sociorum* iets anders dan de *universitas*?

Deze vragen vallen misschien te beantwoorden wanneer men in aanmerking neemt dat de verschillende begrippen in de loop van de tijd van betekenis zijn veranderd. Rechtspersoonlijkheid, *universitas* en *corpus morale* betekenen niet hetzelfde. Rechtspersoonlijkheid veronderstelt een begrip over de rechtsbekwaamheid van de natuurlijke persoon als subject van rechten en plichten. Dit persoonlijkebegrip is pas in de eerste helft van de 19^e eeuw onder andere door Savigny ontwikkeld, zodat pas in de 19^e eeuw het begrip rechtspersoon kon worden uitgewerkt (nr. 112). Op basis van het huidige rechtspersoonlijkheidsbegrip zouden wij weliswaar aan de *universitas* rechtspersoonlijkheid kunnen toekennen, maar het begrip zelf dateert pas van de 19^e eeuw.

Ook de betekenis van het *corpus morale* moet in de context van de tijd worden geplaatst. Met *corpus morale* zal Pauw waarschijnlijk hetzelfde hebben bedoeld als *persona moralis*. In de 19^e eeuw stemde dit begrip in vertaling (*personne morale*, *sittliche Person*, *zedelijk lichaam*) min of meer overeen met een rechtspersoon, in het bijzonder een rechtspersoonlijkheid bezittende vereniging van personen.¹¹⁶ Maar in de 18^e eeuw had de *persona moralis*, ontwikkeld door natuurrechtdenkers als Pufendorf, Wolff en Nettelblatt, nog een andere betekenis.¹¹⁷ Bij geen van deze schrijvers valt de *persona moralis* gelijk te stellen aan de rechtspersoon. Nettelblatts *persona moralis* komt hierbij nog het dichtste in de buurt door te onderscheiden tussen rechten en verplichtingen van

115. Pauw, *Observationes Tumultuariæ Novæ*, nr. 1607 en 1660 lijken met elkaar in tegenspraak, waar Pauw enerzijds schrijft dat *societatem (...) ut corpus morale non poterat conveniri* en anderzijds stelt dat *universa sic societas potuisset conveniri*. Vermoedelijk gebruikt Pauw hier *conveniri* in verschillende betekenissen: in nr. 1607 lijkt hij met *conveniri* te doelen op *in rechte betrekken*, terwijl *conveniri* in nr. 1660 eerder betekent *aangesproken worden*.

116. De betekenis van de woorden *zedelijk* en *morale* in *zedelijke lichaam*, *personne morale* is niet aanstonds helder. Deze valt terug te voeren tot Pufendorfs onderscheid tussen *entia physica* en *entia moralia*. Onder de eerste beschouwde hij kort gezegd fysieke objecten die een *a-moreel* (niet: *immoreel*) karakter hebben. De vrije wil van de mens heeft echter het normatieve domein mogelijk gemaakt waarbinnen de *entia moralia* (waartoe mede behoort de *persona moralis*) zich bevinden. De *persona moralis* is bij Pufendorf de mens in zijn hoedanigheid van wils- en *handelingsbekwaam* wezen. Tot de *persona moralis composita*, rekent hij vervolgens een vereniging van personen die gezamenlijk geacht worden één wil te hebben, doordat deze personen in hun hoedanigheid van lid hun wil ondergeschikt hebben gemaakt aan de wil zoals deze in de vereniging tot stand komt. Van hieruit is vervolgens het begrip *persona moralis* geleidelijk geëvolueerd tot rechtspersoon, met dien verstande dat de stichting-figuur hieronder niet altijd werd begrepen (Pufendorf 1684, I.II–XIII; vgl. voorts Lipp 1982/1983; Huussen-De Groot 1976, 67 e.v.; 85 e.v.).

117. Pufendorf 1684, I.IXII e.v.; Wolff 1750, § 36 en 836 e.v.; Nettelblatt 1749 (1767), § 405 e.v.; uitvoerig Lipp 1982/1983; vgl. voorts Huussen-de Groot 1976, 5 e.v.

de *societas* en van de verschillende leden.¹¹⁸ Maar ook hij lijkt niet verder te gaan dan een afgescheiden vermogen.¹¹⁹

Het valt niet uit te sluiten dat Pauw in OTN 1607 en 1660 eveneens uitgaat van een afgescheiden vermogen; ook is mogelijk dat het *corpus morale* in de buurt komt van de rechtspersoonlijkheid die volgens de ingetrokken wetsvoorstellen inzake de personenvennootschap aan bijvoorbeeld de CV kon worden toegekend.¹²⁰ De rechtspersoonlijkheid van de CV stond volgens dat voorstel ook niet in de weg aan persoonlijke aansprakelijkheid van beherend vennoten. Dan valt ook te verklaren waarom Pauw enerzijds de actiëncompagnie beschouwt als de eigenlijke schuldenaar (*proprie debitor*) van de verplichtingen die de directeur namens de compagnie is aangegaan, terwijl hij anderzijds de commissarissen voor deze schulden hoofdelijk aansprakelijk houdt. De hoofdelijke aansprakelijkheid van commissarissen zal Pauw wellicht hebben geconstrueerd op basis van de *mutua praepositio*: de bij de personenvennootschap gebruikelijke constructie op grond waarvan de (beherend) vennoten geacht werden elkaar over en weer als *institor* te hebben aangesteld. In dat geval paste Pauw de *mutua praepositio* niet alleen toe op de bestuurders, maar ook op de commissarissen die immers boven de directeuren waren geplaatst.¹²¹

Opvallend is dat de persoonlijke aansprakelijkheid van commissarissen en de directeur afwijkt van de door o.a. Van der Heijden en Asser verdedigde opvatting dat directeuren (bewindhebbers) van de actiëncompagnie niet in persoon aansprakelijk waren voor handelingen die zij in hoedanigheid verrichtten.¹²² In 1834 had Van Hall hetzelfde betoogd.¹²³ Hoe valt dit met elkaar te rijmen? Ik stel voorop dat Van der Heijden weliswaar bekend was met deze actiëncompagnie, maar niet met deze procedures, omdat de OTN pas zijn gepubliceerd ná zijn overlijden.¹²⁴ Ik acht bovendien niet uitgesloten dat de

118. Nettelbladt 1749 (1767), § 405 e.v.

119. Lipp 1982/1983, 250 e.v.

120. Wetsvoorstellen 28 746 en 31 065.

121. Een andere hypothese, leidend tot dezelfde slotsom, knoopt aan bij de woorden *universum/totum corpus sociorum* die verwantschap lijken te vertonen met een ouder begrip *corpus societatis*. Een *corpus societatis* heeft niets van doen met de *universitas* maar werd gebruikt ter aanduiding van een afgescheiden vermogen. Volgens Baldus bijvoorbeeld ‘verplicht een handeling van één van de vennoten het lichaam van de vennootschap [*corpus societatis*] en zijn alle vennoten verbonden door de verplichting van het lichaam van de vennootschap.’ (Baldus, *Consilium* 5,125, aangehaald door Asser 1983, 203: ‘(...) *factum unius socii obligaret aliud corpus societatis et obligato corpore societatis omnes socii sunt obligati* (...)’) Met behulp van de metafoor *corpus societatis* wordt een resultaat bereikt dat overeenkomt met de fictie dat de vennoten geacht worden elkaar over en weer als *institor* te hebben aangesteld (nr. 18), zodat een vennoot die handelt namens het vennootschap de andere vennoten hoofdelijk verbindt. Vgl. Mehr 2008, 294 e.v.

122. Van der Heijden 1908, 25 e.v.; 106; Asser 1981, 161. Zie voorts Van Hall 1834, 1–2.

123. Van Hall 1834, 1–2.

124. Van der Heijden 1908, 192–193 beschrijft de statuten van deze vennootschap.

opvattingen van een jurist als Pauw afweken van de opvattingen onder kooplieden.¹²⁵ Ook is denkbaar dat de uitgesloten externe aansprakelijkheid van directeuren afhankelijk was van een daartoe strekkende bepaling in de statuten;¹²⁶ de statuten van de Amsterdamsche Assurantie-Societeit bevatten een dergelijke bepaling in ieder geval niet.

Bij de overweging in OTN 1607 dat de compagnie als *corpus morale* niet kan worden gedagvaard ligt het in de rede om aan te nemen dat Pauw heeft gedacht aan het gegeven dat een *corpus morale* als zedelijke entiteit niet zelf in rechte kan verschijnen, maar slechts via haar functionarissen.

Hoewel ik kortom een slag om de arm moet houden voor wat betreft de rechtspersonenrechtelijke status van deze actiëncompagnie, duidelijk is wel dat althans deze actiëncompagnie volgens Pauw op wezenlijke punten verschilde van de VOC en nog het meest doet denken aan een soort CV op aandelen waarbij commissarissen de functie van een soort beherend vennoot genoten en waarbij de bestuurder hetzij eveneens als beherend vennoot werd beschouwd, hetzij als *institor*, niet zijnde beherend vennoot.¹²⁷ Daarmee is niet gezegd dat dit resultaat eenvoudig valt te extrapoleren naar andere actiëncompagnieën uit de 18^e eeuw; wel dat de opvatting dat directeuren niet persoonlijk aansprakelijk waren voor handelingen die zij in hoedanigheid verrichtten niet zo vanzelfsprekend is als tot dusver is aangenomen.¹²⁸

De voorlopige conclusie luidt dat er aan het einde van de 18^e eeuw ten minste twee varianten van de actiëncompagnie bestonden: ten eerste de semi-publiekrechtelijke VOC en WIC aan wie men met een anachronisme rechtspersoonlijkheid kan toekennen; en in de tweede plaats de zuiver privaatrechtelijke actiëncompagnie die gelijkenis vertoont met de CV op aandelen en die wel een afgescheiden vermogen kende, maar waarvan de rechtspersoonlijkheid in de huidige betekenis van het woord niet zeker was. Zou men kunnen spreken van rechtspersoonlijkheid, dan doet deze niet af aan de aansprakelijkheid van de commissarissen en van de directeur; in dit opzicht lijkt deze actiëncompagnie wel op een CV met rechtspersoonlijkheid. Een soort

125. Voorzichtige steun voor deze hypothese kan worden gevonden in een door Van der Heijden 1908, 182–183 beschreven pamflet inzake de Maatschappij van Reederij en Koophandel, in 1777 opgericht te Hoorn. Daarin komt althans de oprichter – niet van eigenbelang ontbloot – na consultatie van ‘deskundige en bevoegde personen’ tot de slotsom dat directeuren noch deelhebbers persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gehouden.

126. Tegen deze hypothese zou pleiten dat de statuten destijds wel eens (bijvoorbeeld als een soort prospectus) werden gepubliceerd, maar dat publicatie niet vanzelfsprekend was. Onzeker is daarom of een dergelijke bepaling ‘derdenwerking’ zou hebben.

127. Ter voorkoming van misverstand over het anachronistisch gebruik van de CV: destijds waren grenzen tussen de verschillende vennootschapsvormen niet duidelijk en waren dergelijke kwalificaties onbekend. De CV in haar huidige vorm stamt uit het Franse recht en is voor het eerst door Van der Keessel 1800 (1860), § 704 genoemd. Vgl. Tervoort 2013, 183, nr. 7.

128. Van der Heijden 1908, 28 e.v., 106, 225 en Asser 1983, 161; Van Hall 1834, 1–2.

CV op aandelen, al dan niet met rechtspersoonlijkheid dus, waarbij niet valt uit te sluiten dat de leer van de Hoge Raad van Holland en Zeeland over de aansprakelijkheid van commissarissen (en bestuurders) afweek van het handelsgebruik.

86 Middelburgse Zaagmolencompagnie. De werkelijkheid was echter nog meer fluïde, zo blijkt uit de procedures van de Middelburgse Zaagmolencompagnie, opgericht in 1725.¹²⁹ Aanvankelijk namen alle vennoten deel aan het beheer en was de aansprakelijkheid van geen van hen beperkt; we hebben van doen met een normale firma-vennootschap. Na het overlijden van één van de vennoten werd besloten om de vennootschap niet te ontbinden, maar voort te zetten.¹³⁰ In 1731 besloten de vennoten dat zij hun aandelen vrij mochten verkopen. In 1748 verhoogde de vennootschap haar kapitaal en mochten de vennoten de nieuw uitgegeven ‘portiën’ verkopen. De betrokkenheid van de vennoten nam geleidelijk af: eerst werd het dagelijks beheer overgedragen aan enkele vennoten en later door een door de vennoten aangestelde boekhouder. In 1814 besloten de vennoten tot liquidatie. Toen het saldo negatief bleek, spraken de directeuren (inmiddels vereffenaars), die klaarblijkelijk de opvatting huldigden dat nog steeds sprake was van een firma-vennootschap, de vennoten aan tot bijstorting. Deze laatsten weigerden, stellende dat uit de handelingen van het bestuur was gebleken dat *men de houders der actiën niet hield voor deelgenooten, veel min voor deelgenooten van eene gewone societeit van negotie*. Zij ontkenden dan ook aansprakelijk te zijn en verklaarden subsidiair hun actiën te abandonneren. Nadat de directeuren in arbitrage in het gelijk waren gesteld, overwoog het Haagse Hooggerechtshof¹³¹ in 1819 echter (onder toepassing van het recht vóór 1811):

‘dat, sedert de overeenkomst, den 5den Maart 1731, met alteratie der vroegere overeenkomsten, opgericht, de relatie van den appellant tot de Societeit (...) heeft bestaan in het bezit van zekere actiën, tot het beloop van eene bepaalde somme gelds, in voormelde Societeit, welke aandeelen, onder de benaming van *actiën* door de Directie zelve op de balans zijn erkend geworden,

129. Het volgende is ontleend aan Van Hamelsveld IV (1834), 72–83; zie ook Van Brakel 1912, 283–289, Van der Heijden 1908, 58, nt. 1 en Van Hall 1834, 17–18.

130. Dit valt althans af te leiden uit een besluit uit 1730 dat vennoten die tezamen een onverdeeld vennootschapsaandeel hielden tot verdeling mochten overgaan.

131. Het Haagse Hooggerechtshof (officieel: Hoog Gerechtshof der Vereenigde Nederlanden) was de opvolger van het Keizerlijk Gerechtshof tegen wier uitspraken cassatieberoep openstond bij het Parijse *Cour de Cassation*. Vanaf eind 1813 werd het Keizerlijk Gerechtshof omgedoopt in het Haagse Hooggerechtshof en kon niet langer cassatieberoep tegen zijn uitspraken worden ingesteld. In 1838 is het Haagse Hooggerechtshof opgevolgd door de Hoge Raad.

dat deze *actiën*, ieder afzonderlijk, waren verkoopbaar, en ook werkelijk als cours hebbende effecten in het openbaar zijn verkocht geworden, dat uit den aard en handel der zoodanige *actiën* noodwendig voortvloeit, dat de houders derzelve niet als associés van eene gewone Handel-Societeit, die voor de schulden van dezelve in solidum jegens derden aansprakelijk zijn, moeten gerekend worden, maar integendeel, dat zij alleen, als actionisten, met den afstand van hun intrest in die Actie-Societeit behooren te kunnen volstaan.¹³²

Alles loopt hier dooreen: de ontwikkeling lijkt die van een firma-vennootschap naar actiëncompagnie met verhandelbare actiën. Het Hooggerechtshof verwerpt kennelijk de stelling dat de ‘actionisten’ niet extern aansprakelijk waren, maar honoreert het beroep op het recht van abandon – hetgeen in de praktijk op hetzelfde neerkomt. Zo illustreert deze casus hoe vloeiend de verschillende overgangsvormen waren, zozeer zelfs, dat het voor betrokkenen zelf niet duidelijk was waarmee men van doen had.¹³³ De grenzen tussen verschillende vennootschappen waren onder het Rooms-Hollandse recht niet helder, noch voor de vennoten zelf, noch voor juristen.

Tegen deze achtergrond wordt ook begrijpelijk waarom in de 19^e eeuw zo lang onduidelijk zou blijven of de NV rechtspersoonlijkheid bezat: de 19^e-eeuwse kapitaalvennootschap was immers niet zozeer voortgekomen uit de VOC en WIC, als wel uit de privaatrechtelijke actiëncompagnieën van de late 18^e eeuw. Daarmee is vanzelfsprekend niet gezegd dat de privaatrechtelijke actiëncompagnieën niet zijn beïnvloed door de VOC en WIC. Integendeel: denk bijvoorbeeld aan de verhandelbare aandelen en de intern beperkte en extern uitgesloten aansprakelijkheid van aandeelhouders. Maar de privaatrechtelijke actiëncompagnie miste het semipubliekrechtelijke karakter waaraan de VOC en WIC onder invloed van de *universitas* hun ‘rechtspersoonlijkheid’ dankten.¹³⁴

132. Hoog gerechtshof der Vereenigde Nederlanden 23 april 1819, opgenomen in Van Hamelsveld IV (1834), 82.

133. Misschien heeft het Hooggerechtshof zijn oordeel gebaseerd op Voet *Commentarius I* (1737), 17,2, aant. 15 die het recht van abandon toepaste op alle gevallen waarin de vennoten de zaken overlieten aan een *institor*, al dan niet vennoot, ook in de gevallen waarin géén sprake was van een rederij. Alleen deze *institor* had volgens Voet geen abandonrecht. Over deze omstreken opvatting hierboven, nr. 49, nt. 58. Voorts Van der Heijden 1908, 51–58, Van Brakel 1908, 165–166, Duynstee 1940, 67–68, Asser 1983, 129 en Punt 2010, 83 e.v.

134. Hoe de vennootschappen van 1720 hierin vallen te plaatsen is moeilijk te zeggen nu rechtspraak ontbreekt, terwijl op basis van de statuten van de vennootschappen geen uitsluitsel valt te verkrijgen.

3.3 Conclusie

87 Wet van de remmende voorsprong. Gekomen aan het einde van het tweede deel van deze studie kan worden geconcludeerd dat de Nederlandse actiëncompagnie vooral in de periode tussen 1594 en 1625 een pioniersrol vervulde. *Entity shielding*, beperkte aansprakelijkheid van kapitaalverschaffers, overdraagbaarheid van de participatie, scheiding van kapitaal en leiding en de uiteindelijke winstgerechtigdheid van aandeelhouders, vijf kenmerken van de kapitaalvennootschap zijn alle in deze periode bij de VOC tot ontwikkeling gekomen. Het snelle succes van de VOC en onvoldoende tegenmacht van de participanten hielpen een machtige groep *insiders* in het zadel die belang hadden bij de *status quo* en die vernieuwing tegenhield. Terwijl het vennootschapsrecht in de Nederlanden in de 17^e eeuw stagneerde, bleek het Engelse recht op de lange duur dynamischer. De *joint stock company* was aanvankelijk als kapitaalsassociatie minder ver ontwikkeld, maar stond voor wat betreft de interne organisatie in een oudere, verder ontwikkelde traditie. Op de langere termijn had de EIC, met haar sterkere aandeelhoudersvergadering, betere papieren. Geholpen door de *financial revolution*, die Londen als financieel centrum op de kaart zette, nam Engeland het initiatief in de vennootschapsevolutie over.

Ook Franse invloed deed zich in 1720 in de Nederlanden gevoelen: de *irrational exuberance* van 1720 was voornamelijk het gevolg van Franse en Engelse ontwikkelingen en bracht ons vennootschapsrecht de aandeelhoudersvergadering. Niet eerder gedroegen aandeelhouders zich op zo grote schaal als speculanten en vertoonden zij kortetermijn- en kuddegedrag. De *homo economicus* als rationele belegger is al eeuwen vóór zijn schepping ontmaskerd (zie nader nr. 179 e.v.).¹³⁵

De luchtbel was hier echter minder groot dan in Frankrijk en Engeland en had ook een eigen karakter. Veel vennootschappen werden in provinciesteden opgericht en kenden nauwe banden met het plaatselijke of provinciale bestuur. De initiatiefnemers probeerden het blinde vertrouwen in de actiëncompagnie te gebruiken om geld aan te trekken ten behoeve van de plaatselijke economie. Bij veel van deze vennootschappen verzekerde de plaatselijke elite zich op een of andere wijze van invloed: hoewel de meeste compagnieën een aandeelhoudersvergadering kenden, was de zeggenschap *de facto* in handen van de plaatselijke regentenklasse en werden ook deze compagnieën gekenmerkt door een oligarchische inslag. Dat geschiedde op verschillende manieren, bijvoorbeeld doordat het stemrecht alleen aan de grootste aandeelhouders – lees: de initiatiefnemers – was voorbehouden, doordat van bestuurders of participanten werd geëist dat zij in de desbetreffende stad woonden of doordat sommige bestuurders rechtstreeks

135. Over kortetermijngedrag uitvoerig § 10.2; over de *homo economicus* uitvoerig § 9.1.2.

door het stadsbestuur werden benoemd. In dit opzicht verschillen de Nederlandse actiëncompagnieën van hun Franse en Engelse evenknieën.

Voorals de projecten die niet door de plaatselijke of provinciale regenten waren geïnitieerd bleken levensvatbaar. Zo was de overheidsbemoeienis bij de Rotterdamse en Middelburgse vennootschappen gering en kunnen deze vennootschappen als min of meer private kapitaalvennootschappen worden gekarakteriseerd. Toch bleek ook hier hoezeer de koophandelselite en het openbaar bestuur ten tijde van de Republiek met elkaar verweven waren: veel grote investeerders in de Rotterdamse assurantiëcompagnie vervulden publieke taken.

De meeste projecten bleken echter nauwelijks levensvatbaar: veel emissies stonden gepland toen de *hausse* al over haar hoogtepunt heen was. Van de vennootschappen die wel werden opgericht werden vele spoedig geliquideerd, terwijl slechts enkele op bescheiden schaal activiteiten ontplooiden. Van deze vennootschappen hebben sommigen het nog decennia uitgehouden, één zelfs tot 2000.

Ondanks de wisselende betrokkenheid van het stedelijke of provinciale bestuur hadden de vennootschappen van 1720 een meer privaat karakter dan de VOC en WIC. Niettemin vallen er nog sporen van de *universitas* te traceren. Sommige vennootschappen kregen bij oprichting enkele jurisdictionele bevoegdheden. Bovendien bleek de oprichting niet mogelijk zonder goedkeuring van het stadsbestuur of de Staten van de provincie. Geheel geprivatiseerd was de actiëncompagnie nog niet.

88 Het einde van de 18^e eeuw. Terwijl de economie stagneerde maakte de actiëncompagnie in de laatste decennia van de eeuw een opvallende opleving door. De vennootschappen die in deze periode werden opgericht verschilden van hun oudere zusters uit 1720. In de meeste gevallen was er geen enkele bemoeienis meer van de locale of provinciale overheid.

In deze periode treedt geleidelijk een verschuiving op van een democratische uitoefening van het stemrecht (één stem per aandeelhouder) naar een plutocratisch of proportioneel stemrecht waarbij het aantal stemmen afhankelijk was van het financiële belang. Ook kwam een tussenvorm op, het degressieve stemrecht. Daarnaast bleef het oude systeem bestaan, waarbij uitsluitend hoofdparticipanten ieder één stem konden uitbrengen. Er bestond dan ook een grote variëteit aan stemrechtsoefening.

Aandeelhouders genoten maar weinig zeggenschap: de aandeelhoudersvergadering kwam meestal maar zelden bijeen, en besloot doorgaans slechts over (de voordracht tot) benoeming van bestuurders of commissarissen en verlenging van de levensduur van de vennootschap. Namens aandeelhouders werd toezicht uitgeoefend door commissarissen – vaak grootaandeelhouders – wier taken vaste vormen kregen. Voordien bestonden weliswaar ook al commissarissen, maar de invulling van hun taken en bevoegdheden liep nog

sterk uiteen. Weliswaar bestonden ook in het verleden colleges die namens aandeelhouders toezicht hielden op het bestuur, zoals de Heren XIX bij de VOC, maar deze organen waren nog niet gemeengoed bij de actiëncompagnie. Vanaf de tweede helft van de 18^e eeuw krijgt het commissariaat een vaste plaats in de Nederlandse vennootschappelijke inrichting. De commissarissen hielden toezicht en oefenden namens de aandeelhouders zeggenschap uit over het bestuur.

Zo heeft de Nederlandse actiëncompagnie in de twee eeuwen voor de codificatie een eigen, oligarchisch karakter gekregen: aandeelhouders hadden weinig zeggenschap, terwijl de werkelijke macht was geconcentreerd bij de bestuurders en commissarissen – vaak grootaandeelhouders en oprichters van de compagnie. De rode draad van oligarchische inrichting geeft zo een afspiegeling van de Nederlandse regentenmaatschappij. Gedurende deze hele periode bestonden er veel kruisverbanden tussen de leiding in compagnieën en de plaatselijke, provinciale of nationale regentenklasse. Veel bewindhebbers vervulden tevens locale of provinciale regentenfuncties.

Deze gemeenschappelijke karakteristieken ten spijt, de geleidelijke privatisering van de actiëncompagnie heeft ertoe geleid dat er aan het einde van de 18^e eeuw twee soorten kapitaalvennootschappen bestonden: enerzijds de semi-publieke VOC en WIC, gekenmerkt door nagenoeg afwezige zeggenschap van aandeelhouders en door uitsluiting van aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. Anderzijds de zuiver privaatrechtelijke actiëncompagnie met een diffuus karakter voor wat betreft haar ‘rechtspersoonlijkheid.’ Anders dan bij de VOC en WIC waren volgens Pauw commissarissen (en directeuren) van de Amsterdamse Assurantie-Societeit hoofdelijk aansprakelijk voor schulden van de compagnie. Hoewel het niet onwaarschijnlijk is dat volgens het handelsgebruik bestuurders en commissarissen niet persoonlijk aansprakelijk waren – hetgeen zou kunnen verklaren waarom er hierover zo weinig geschreven is – huldigde de Hoge Raad van Holland en Zeeland klaarblijkelijk een andere opvatting. Uit de zaak van de Middelburgse Zaagmolencompagnie valt voorts af te leiden dat aandeelhouders in beginsel beperkt aansprakelijk waren, maar dat onduidelijkheid bestond over de grondslag: behoorde tot de aard van een aandeel in een actiëncompagnie dat een aandeelhouder slechts intern tot volstorting kon worden aangesproken en in de externe verhoudingen niet aansprakelijk was? Of was een aandeelhouder in beginsel wél extern aansprakelijk, zij het dat hij werd beschermd door een recht van abandon? Men zou het eerste vermoeden, maar het Haagse Hooggerechtshof oordeelde in tweede zin.

Zowel bij de Amsterdamse Assurantie-Societeit als bij de Middelburgse Zaagmolencompagnie werd teruggegrepen op een personenvennootschap: de firma-vennootschap, respectievelijk de rederij. In de tweede zaak werd bovendien door de vereffenaars (voormalig directeuren) het standpunt ingenomen dat nog altijd sprake was van een firma-vennootschap, hoewel de vennootschap

HOOFDSTUK 3

geleidelijk de kenmerken van een actiëncompagnie was gaan vertonen. De conclusie kan niet anders zijn dan dat de geprivatiseerde actiëncompagnie een diffuse status had en dat niet valt aan te nemen dat zij rechtspersoonlijkheid genoot in de zin van het huidige Boek 2 BW. Denkbaar is dat sommige actiëncompagnieën een vorm van rechtspersoonlijkheid genoten die gelijkenis vertoont met die bij de ingetrokken wetsvoorstellen inzake de personenvennootschap. Rechtspersoonlijkheid stond in deze voorstellen niet in de weg aan aansprakelijkheid van (beherend) vennoten. De private actiëncompagnie vertoont nog de meeste gelijkenis met een soort *CV op aandelen*, al dan niet met rechtspersoonlijkheid.

De onduidelijkheid over de aansprakelijkheid van bestuurders doet denken aan de rechtsonzekerheid waarmee Engelse *unincorporated companies* te kampen hadden (nr. 40). De grote verschillen tussen de *common* en *civil law* ten spijt, beide landen kenden enerzijds vennootschappen op aandelen wier 'rechtspersoonlijkheid' werd ontleend aan goedkeuring van overheidswege en die valt te herleiden tot de *universitas (corporation)*, en anderzijds private actiëncompagnieën waarvan de 'rechtspersoonlijkheid' en de aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders onzeker waren. In het volgende hoofdstuk zal blijken dat de Engelse en Nederlandse situatie in dit opzicht niet veel afweek van de Franse.

Deel III: De open kapitaalvennootschap in de 19^e eeuw

Hoofdstuk 4. Het vennootschapsrecht gecodificeerd: 1800–1838

89 Inleiding. De codificaties van de 19^e eeuw zijn ook aan het vennootschapsrecht niet voorbijgegaan. Met de *Code de Commerce* werd in 1811 de Franse vennootschapstraditie in Nederland geïmporteerd. Voor een goed begrip van de *société anonyme* onder de CdC volgt eerst een schets van de ontwikkeling van de Franse kapitaalvennootschap in de 18^e eeuw, gevolgd door een behandeling van de relevante bepalingen uit de CdC; de belangrijkste bepalingen zijn opgenomen in Bijlage I. Daarna keren wij terug naar Nederland en onderzoeken de ontwikkeling van de NV en de positie van aandeelhouders onder de Franse wetgeving. Terwijl het Franse wetboek ook tijdens het jonge koninkrijk in werking bleef, werd gewerkt aan een Nederlands WvK. Hoewel het WvK is gebaseerd op de CdC, past bijzondere aandacht aan de totstandkoming van het Nederlandse wetboek, waarbij het accent zal liggen op de tien jaren die voorafgingen aan de invoering in 1838. Aan de invoering ging namelijk een ware richtingenstrijd vooraf over het preventieve staatstoezicht bij de oprichting van een NV. De traditionele koophandelselite die inmenging van de staat in de interne vennootschappelijke verhoudingen afwees had scherpe kritiek op de étatistische wetgever die juist toezicht op vennootschappen wilde uitoefenen ter bescherming van crediteuren en minderheidsaandeelhouders. De uitkomst van deze richtingenstrijd is voor de interne verhoudingen waarschijnlijk van groter belang geweest dan de invoering van de CdC.

4.1 De positie van aandeelhouders onder de Code de Commerce

*La société par actions de la fin de l'Ancien Régime est un être hybride, encore à mi-chemin entre les sociétés de personnes et les sociétés de capitaux que nous connaissons.*¹

90 De Franse kapitaalvennootschap onder het *Ancien Régime*. In Deel II is gebleken dat Frankrijk in de 17^e en 18^e eeuw bekend was met de kapitaalvennootschap. In 1664 werd de *Compagnie d'Indes Orientales* opgericht, terwijl in 1719–1720 de speculatie in aandelen van de *Mississippi Compagnie* de Franse economie op haar kop zette. De speculatiegolf maakte

1. Lefebvre-Teillard 1985, 8.

voor enige tijd een einde aan de beurshandel in aandelen, maar niet aan het fenomeen kapitaalvennootschap. Kapitaalvennootschappen met een besloten karakter kwamen in de tweede helft van de 18^e eeuw regelmatig voor in de mijnbouw, industrie en nijverheid.²

De Franse kapitaalvennootschap is evenals de Nederlandse in de praktijk ontstaan. Hoewel het Franse handelsrecht, inclusief het vennootschapsrecht met de *Code Savary* (1673) werd gecodificeerd, zweeg deze wet over de kapitaalvennootschap.³ De veertien artikelen over het vennootschapsrecht hadden uitsluitend betrekking op de VoF (*société générale*) en de CV (*société en commandite*). Ook in de doctrine kregen kapitaalvennootschappen nauwelijks aandacht.⁴ Weliswaar behandelde Pothier de *société anonyme*, maar dit was een andere vennootschap dan de huidige SA: de *société anonyme* van voor de codificatie was in wezen een variant van de stille maatschap en leek wel enigszins op de *commenda* (nr. 20).⁵ De anonimiteit van de vennootschap was erin gelegen dat derden geen kennis hadden van haar bestaan. Deze vennootschapsvorm is uiteindelijk in de CdC en het WvK gecodificeerd als *association commerciale en participation* en als *handelingen voor gemeene rekening*.⁶

De kapitaalvennootschap die uiteindelijk in de CdC is gecodificeerd als *société anonyme* stond aanvankelijk bekend als *société par actions*. Zij is in de 18^e eeuw op vergelijkbare wijze geëvolueerd als de Nederlandse actiëncompagnie: de Franse kapitaalvennootschap was in de 17^e eeuw ontstaan als grote semipubliekrechtelijke geöctrooierde compagnie (*compagnie privilégiée*); in de 18^e eeuw is de privaatrechtelijke kapitaalvennootschap, mede onder invloed van de *compagnie privilégiée*, geëvolueerd uit de *société en commandite* en uit de *société générale*.⁷ Niettemin bestonden er verschillen tussen de Franse en de Nederlandse kapitaalvennootschappen. De Franse *sociétés par actions* hadden in het algemeen een meer besloten karakter dan de Nederlandse actiëncompagnie aan het eind van de 18^e eeuw en stonden nog dicht bij de personenvennootschap.

Onder de *compagnie privilégiée* wordt wel verstaan een vennootschap die is opgericht krachtens een *acte royal*. Bekendste voorbeeld was de CIO, maar zij

2. Lévy-Bruhl 1938, 48.

3. De *Code Savary*, officieel *Ordonnance du commerce* genaamd en ook bekend als *Code Marchand*, was een compilatie en vereenvoudiging van het geldende gewoonterecht, maar heeft weinig vernieuwing gebracht. De codificatie maakte deel uit van een vijftal *grandes ordonnances* die in de jaren 1667–1681 op initiatief van Colbert werden opgesteld. De andere codes hadden betrekking op burgerlijk procesrecht (1667), strafprocesrecht (1670), water en bosbouw (1669) en zeerecht (1681).

4. Lévy-Bruhl 1938, 42.

5. Pothier VII, 192. Over deze vennootschap nader: Lévy-Bruhl 1938, 40–42 en Huussen-de Groot 1976, 36–38 en Rothweiler & Geyer 2007, 27–28.

6. Art. 47–50 CdC en art. 57–58 WvK.

7. Lévy-Bruhl 1938, 45; Rothweiler & Geyer 2007, 28 e.v.

was niet de enige. De meeste van deze handelscompagnieën vervulden publieke taken, met name op het gebied van de kolonisatie en de internationale handel en zijn door hun semipublieke karakter door de *universitas* beïnvloed. Bij sommige *compagnies privilégiées*, zoals bij de CIO, speelde de koning een dominante rol; bij andere *compagnies privilégiées* was de koning slechts betrokken door de oprichting goed te keuren, waarbij hij dikwijls bepaalde handelsprivileges toekende. Onduidelijk is of de betrokkenheid van de koning mede was vereist voor een geldige oprichting, dan wel uitsluitend voor het verlenen van een handelsmonopolie.

Sterker, het is de vraag of de *compagnie privilégiée* wel als aparte rechtsvorm werd gezien: volgens de grote *Dictionnaire universelle de commerce* van de hand van de twee zonen van Jacques Savary uit 1723 zijn de *compagnie privilégiée* en de normale *société* ‘dans le fond la même chose.’⁸ Het verschil zou slechts zijn gelegen in de omvang, in de *lettres patentes*, alsmede in het feit dat de geotrooieerde compagnie doorgaans is opgericht voor de lange duur en voor de handel overzee. Het behoeft daarom niet te verbazen dat er over veel onderwerpen die wij vandaag de dag met de kapitaalvennootschap associëren onduidelijkheid bestond. Nu eens konden aandeelhouders tot bijstorting worden gedwongen, dan weer was de eventuele bijstorting aan een maximum gebonden, terwijl bij de CIO de bepaling dat aandeelhouders niet tot bijstorting gehouden waren door de koning werd genegeerd. Ten aanzien van de externe aansprakelijkheid rijst een vergelijkbaar diffuus beeld.⁹ Voor wat betreft de aansprakelijkheid van bestuurders kan als regel worden aangenomen dat zij niet aansprakelijk waren voor handelingen die zij verrichtten in hun hoedanigheid.¹⁰

Onder invloed van de *compagnie privilégiée* is de *société par actions* geleidelijk geëvolueerd uit de CV en de VoF.¹¹ Bij de CV verliep de ontwikkeling via de *société en commandite par actions* met aandelen op naam die, al dan niet met inachtneming van een blokkeringsregeling, overdraagbaar waren. Deze verschijningsvorm van de CV, die doet denken aan de Amsterdamse Assurantie-Societeit (nr. 85), was zo populair, dat tijdens de beraadslagingen van de CdC werd gesteld dat de CV doorgaans een in aandelen

8. Savary des Brûlons & Savary 1765 (1723), col. 1561 spreekt hier in algemene zin van *société*; uit de context maak ik op dat vooral wordt bedoeld op de *société générale*.

9. Lévy-Bruhl 1938, 238 e.v.; Lehmann 1895, 23, 48 en 54; Rothweiler & Geyer 2007, 31 met verdere verwijzingen in voetnoot 48; Lefebvre-Teillard 1985, 9–10; zie voorts nr. 71.

10. Rothweiler & Geyer 2007, 32 suggereren een verband tussen de registratie van de vennootschap bij het desbetreffende *Parlement* en de uitsluiting van aansprakelijkheid van bestuurders. Het is echter onzeker of deze registratie een voorwaarde was voor uitgesloten aansprakelijkheid, dan wel of deze (mede) afhankelijk was van een daartoe strekkende statutaire bepaling. Wel is duidelijk dat de meeste statuten een dergelijke bepaling bevatten; zie ook Lévy-Bruhl 1938, 44 en 244 e.v.

11. Rothweiler & Geyer 2007, 34–35.

verdeeld kapitaal kende.¹² In de loop van de 18^e eeuw verschenen ook CV's op aandelen aan toonder.¹³ Hoewel de beherend vennoten doorgaans in persoon aansprakelijk waren, is dit aan het einde van de 18^e eeuw niet meer bij alle CV's op aandelen het geval: soms bepaalden de statuten dat beherend vennoten niet konden worden aangesproken.¹⁴ Het valt evenwel te betwijfelen of een dergelijke beperking externe werking had, dan wel slechts voor de interne verhoudingen was geschreven.

Tegelijkertijd vond een parallelle ontwikkeling plaats vanuit de *société générale*.¹⁵ Sommige VoF's erkenden de overdraagbaarheid van een participatie, al dan niet beperkt door een blokkeringsregeling. Deze evolutie bevremdt op het eerste gezicht, gelet op de hoofdelijke aansprakelijkheid van vennoten. Maar men moet bedenken dat de aansprakelijkheid van vennoten bij sommige *compagnies privilégiées* ook nog niet beperkt was tot de nominale waarde. Zo verliep de ontwikkeling van personenvennootschap naar besloten kapitaalvennootschap zeer geleidelijk en bestonden er in de tweede helft van de 18^e eeuw talloze tussenvormen.¹⁶

De meeste *sociétés par actions* kenden een aandeelhoudersvergadering, hoewel bij de kleine *sociétés* het verschil tussen bestuursvergadering en aandeelhoudersvergadering vaak niet scherp viel te trekken.¹⁷ De positie van de aandeelhoudersvergadering verschilde van vennootschap tot vennootschap. Hoewel het bestuur dikwijls een sterke positie innam tegenover de aandeelhoudersvergadering,¹⁸ had de idee dat de aandeelhoudersvergadering de hoogste macht in de vennootschap uitoefende dieper wortel geschoten dan in de Republiek.¹⁹ Belangrijke besluiten, zoals besluiten tot benoeming en ontslag van bestuurders, goedkeuring van de financiële afrekening, vaststelling van het dividend, kapitaalsverhoging, tot het aangaan van leningen en tot ontbinding, werden doorgaans gerekend tot de bevoegdheden van de aandeelhouders.²⁰ Tegen het einde van de 18^e eeuw lijkt de positie van de aandeelhoudersvergadering sterker te worden. Omdat de aandeelhoudersvergadering doorgaans een

12. Locré XVII (1829), 186.

13. Rothweiler & Geyer 2007, 33, 35; Lévy-Bruhl 1938, 48; 188 e.v.

14. Lévy-Bruhl 1938, 46 e.v.

15. Lévy-Bruhl 1938, 48.

16. Lefebvre-Teillard 1985, 8. Zelfs nog na de Franse revolutie kon verwarring ontstaan (of werd bewust gecreëerd om aan het verplichte preventieve toezicht op de *société par actions* te ontkomen) of in een concreet geval sprake was van een CV, dan wel van een SA (Lefebvre-Teillard 1985, 3).

17. Lévy-Bruhl 1938, 192.

18. Lévy-Bruhl 1938, 195.

19. De *compagnies privilégiées* die werden gedomineerd door de koning vormden in dit opzicht de uitzondering. Bij vennootschappen als de CIO werden in wezen slechts besluiten bekrachtigd die voordien reeds door het bestuur onder druk van de koning waren genomen. (Rothweiler & Geyer 2007, 33).

20. Lévy-Bruhl 1938, 196–199.

belangrijker taak vervulde dan haar Nederlandse evenknie, waren commissarissen in Frankrijk minder gebruikelijk dan in de Nederlanden: bevoegdheden die in de Nederlandse actiëncompagnie veelal door commissarissen werden uitgeoefend, kwamen in Frankrijk doorgaans toe aan de aandeelhoudersvergadering.

De *société par actions* had hierdoor een ander karakter dan de Nederlandse actiëncompagnie. Mede doordat de beurshandel in Frankrijk, met uitzondering van de jaren van John Law, nooit een grote rol heeft gespeeld, hebben de geotrooieerde compagnieën minder dan in de Nederlanden hun stempel kunnen drukken op de *société par actions*. De uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders en bestuurders was ten tijde van het opstellen van de CdC dan ook nog een betrekkelijk nieuw fenomeen.²¹ Dit gegeven, alsmede de gebeurtenissen van 1720 die aan het begin van de 19^e eeuw nog in het collectieve geheugen gegrift stonden, verklaren de invoering van het overheids-toezicht op kapitaalvennootschappen onder de CdC.

91 De *société anonyme* als nieuwe rechtsvorm. De Franse revolutie is niet aan de kapitaalvennootschap voorbijgegaan. De revolutionaire wetgever koesterde een sterk wantrouwen tegen kapitaalkrachtige organisaties die dikwijls met koninklijke goedkeuring waren opgericht. Bovendien was Frankrijk kort voor de revolutie herinnerd aan de episode van 1720. In 1784 en 1785 had zich voor het eerst sinds 1720 weer een aandelenluchtbel ontwikkeld die veel kleine beleggers had geruïneerd.²² Om in de toekomst *agiotage* te voorkomen, werd in 1792 een belasting op de overdracht van toonderaandelen ingevoerd. Veel vennootschappen stelden hierop hun aandelen op naam, reden voor de wetgever om een jaar later enkele van de grootste *compagnies privilégiées* te verbieden. In 1793 en 1794 verboden de Jacobijnen in een tweetal decreten alle kapitaalvennootschappen, waaronder de grote *Compagnie des Indes*. Sommige vennootschappen, met name op het gebied van de kanaalbouw, mijnbouw en drooglegging van moerassen, werden echter van het verbod uitgezonderd. Deze maatregel bleek toch te rigoureuze: na de val van de Jacobijnen werd het verbod in 1796 weer opgeheven, zonder dat er een wettelijke regeling voor in de plaats kwam. Dit leidde onmiddellijk tot grote speculatie, andermaal gevolgd door grote verliezen voor kleine beleggers.²³

Het zal niet verbazen dat de Franse wetgever de kapitaalvennootschap daarom met argwaan bezag; tegelijk erkende hij haar mogelijkheden als instrument om

21. Illustratief is dat kort voor de revolutie het *Projet Miromesnil* (1783), dat een modernisering van de *Code Savary* beoogde, niet repte van de *compagnie privilégiée* en de *société par actions*. Dit ontwerp behandelde evenals de *Code Savary* slechts de *société générale* en de *société en commandite* (Huussen-de Groot 1976, 31).

22. Rothweiler & Geyer 2007, 36.

23. Rothweiler & Geyer 2007, 37–38; Huussen-de Groot 1976, 41; Van Hall 1834, 22 e.v.; Van Houten 1889, 17 e.v.

kapitaal te vergaren voor grote en/of risicovolle ondernemingen. Het risico van misbruik probeerde de wetgever ten eerste te beperken door de wettelijke erkenning van de CV op aandelen, wier bestuurders hoofdelijk konden worden aangesproken.²⁴ In de tweede plaats beoogde hij misbruik te voorkomen door middel van preventief toezicht op de *société anonyme*.²⁵ Overheidstoezicht zou bovendien nodig zijn omdat het volgens de wetgever ging om een nieuwe rechtsvorm waarmee nog weinig ervaring was opgedaan.²⁶

De regels met betrekking tot de SA zijn uiteindelijk neergelegd in Boek 1 (*Du commerce en général*), Titel 3 (*Des sociétés*) van de CdC van 1807. De vennootschap van koophandel, waartoe de SA gerekend wordt, is een *species* van het *genus* maatschap (*contrat de société*) die, zo getuige reeds de naam, in art. 1832 CC en art. 18 CdC, als overeenkomst wordt aangemerkt. De SA berust daarmee op een stevige contractuele basis. Naast de SA regelde de CdC nog de twee vennootschappen die reeds in de *Code Savary* waren opgenomen: de *société en nom collectif* (voorheen *société général*) en de *société en commandite*. De wet bepaalde met zo veel woorden dat het kapitaal van de CV kon worden verdeeld in aandelen (art. 38 CdC). De titel bevatte voorts enkele bepalingen over de *association commerciale en participation* (voorheen: *société anonyme*), die evenwel niet als *société* werd aangeduid. De wettelijke regeling van de SA is naar huidige maatstaven rudimentair en bestaat maar uit een paar artikelen, waarvan de belangrijkste in Bijlage I zijn opgenomen. Het eerste ontwerp van 1801 wijdde zelfs maar één artikel aan de SA:

24. Locré XVII (1829), 185 e.v.; Rothweiler & Geyer 2007, 36.

25. Locré XVII (1829), 351–352: ‘[Les sociétés anonymes] sont un moyen efficace de favoriser les grandes entreprises, d’appeler en France les fonds étrangers; d’associer la médiocrité même, et presque la pauvreté, aux avantages des grandes spéculations; d’ajouter au crédit public et à la masse circulante dans le commerce. Mais trop souvent des associations mal combinées dans leur origine, ou mal gérées dans leurs opérations, ont compromis la fortune des actionnaires et des administrateurs, altéré momentanément le crédit général, mis en péril la tranquillité publique. Il a donc été reconnu, (...) que nulle société de ce genre ne pouvait exister que d’après un acte public, et que l’intervention du gouvernement était nécessaire pour vérifier d’avance sur quelle base on voulait faire reposer les opérations de la société, et quelles pouvaient en être les conséquences. Avec ces précautions, avec celles de la publicité commune aux trois espèces de sociétés, les administrateurs de la société anonyme, ou par actions, géreront avec sécurité pour eux et pour les actionnaires; ils ne seront plus exposés à ces recours en garantie, à ces poursuites solidaires qui ont troublé le repos, détruit l’aisance et ruiné le crédit des hommes les plus estimables.’

26. Locré XVII (1829), 191–192: ‘[L]a société anonyme est d’une institution trop récente pour que toutes les règles auxquelles il convient de l’assujettir aient encore été établies.’ Het overheidstoezicht heeft in Frankrijk tot 1867 gegolden. Evenals in Nederland was het een belangrijke, maar impopulaire bron van rechtsvorming. Het toezicht leidde daarom tot een grote populariteit van de *société en commandite par actions* (Lefebvre-Teillard 1985, 21–81; Van Hall 1834 en Van Hall 1835, 11).

‘La société par actions est anonyme. Elle n’est connue que par une qualification relative à son objet. Son capital se forme par un nombre déterminé d’actions. Elle est régie par des administrateurs qui sont actionnaires ou salariés. Elle ne peut avoir lieu sans l’autorisation du gouvernement. Les actionnaires ne sont tenus que de la perte du montant de leurs actions.’²⁷

Het ‘naamloze karakter’ van de SA is blijkens deze kernachtige bepaling, en volgens het uiteindelijke art. 29 CdC, erin gelegen dat de SA niet bestaat onder een *nom social* (*raison social*). Dit betekent dat de SA, anders dan de verschillende personenvennootschappen, niet mag worden genoemd naar haar bestuurders of aandeelhouders, maar slechts naar haar handelsactiviteit.²⁸ De *société anonyme* van het *Ancien Régime* en van de CdC hebben dus slechts met elkaar gemeen dat de *raison social* niet tot uitdrukking komt in de naam van de vennootschap.²⁹ In het licht van de latere Nederlandse vertaling van de SA in *naamloze* vennootschap is vermeldenswaard dat de SA gedurende het wetgevingsproces herhaaldelijk van naam is veranderd en dat zelfs *société sans nom* is voorgesteld.³⁰

92 Interne verhoudingen. Art. 31 CdC bepaalde uitdrukkelijk dat ook niet-aandeelhouders bestuurder konden zijn. Onder andere hierin verschilde de SA van de personenvennootschappen van de CdC. De rechtsverhouding tussen

27. Lefebvre-Teillard 1985, 1; Rothweiler & Geyer 2007, 39, nt. 99.

28. Locré 1807, 137; Rogron 1827, 210; Delvincourt 1823, 29; Pardessus 1815, 119–120. Anders dan wel wordt gesuggereerd, kan men de anonimiteit van de aandeelhouder jegens de vennootschap niet met een historisch argument onderbouwen (vgl. Bier 2012b, 6).

29. Lévy-Bruhl 1938, 50–51: ‘Il y a là un trait commun avec l’ancienne société anonyme. Mais les différences entre elles sont frappantes, et c’est pour des raisons presque opposées qu’elles ne “portent pas de nom d’associés”. Pour l’ancienne société anonyme, cela tient à ce qu’elle n’existe pas vis-à-vis du public, et n’est qu’un règlement entre marchands. Au contraire, la société anonyme du nouveau type (société par actions) existe tellement vis-à-vis du public qu’elle s’adresse à lui plus qu’aucune autre espèce de société pour la formation de son capital. Rompant avec le principe de l’intuitus personae, elle admet le premier venu parmi ses membres, sans renseignement, sans enquête préalable. Elle fait appel non pas à la personne, mais à l’argent. C’est donc l’argent mis dans l’affaire, et non la solvabilité plus ou moins grande de l’associé, ou sa plus ou moins grande habileté, qui doit être pris en considération. Il suit de là que ce qui intéresse le public, ce n’est pas la personne des associés, mais le capital de l’entreprise. Seul le montant du capital social est rendu public. Le nom des actionnaires ce n’est pas, et le serait-il, que cette indication cesserait bientôt d’être exacte, en raison de la grande facilité de circulation du titre. Au reste, répétons-le, cette publicité ne serait d’aucune utilité pour les tiers.’

30. Locré 1807, 116; Rothweiler & Geyer 2007, 42. In het eerste ontwerp (1801) werd zij nog *société anonyme par actions* genoemd, in 1803 *société par actions* (Rothweiler & Geyer 2007, 42). Deze naam was echter onvoldoende onderscheidend vergeleken met de *société en commandite par actions* (Locré 1807, 138).

bestuurders en vennootschap werd beschouwd als een overeenkomst van lastgeving. Dit blijkt uit de aanduiding van bestuurders als *mandataires*. Hun lastgevingsovereenkomst werd nader ingevuld door de statuten; in geval van stilzwijgen viel men terug op de algemene regeling in de *Code Civil* (art. 1984 CC e.v.).³¹ Zo waren bestuurders op grond van art. 1993 CC verplicht verantwoording af te leggen voor hun beheer uit hoofde van hun lastgevingsovereenkomst.³²

De ondergeschikte verhouding van bestuurders kwam voorts tot uitdrukking in de bepaling in art. 31 CdC dat de bestuurders *revocables* zijn. Volgens Locré bepalen de statuten door wie de bestuurders kunnen worden benoemd of ontslagen.³³ Voor zover schrijvers aandacht besteden aan de benoeming en ontslag van bestuurders, gaan zij ervan uit dat dit geschiedt door de aandeelhouders. Dit zou doorgaans blijken uit de statuten, of anders volgen uit regels van lastgeving.³⁴ Pardessus verdedigde daarbij de opvatting dat ontslag van bestuurders die tevens aandeelhouder zijn slechts mogelijk zou zijn in geval van een *cause jugée légitime*.³⁵ In beginsel waren bestuurders niet aansprakelijk voor zover zij handelden in overeenstemming met hun mandaat (art. 32 CdC). Zij konden echter aansprakelijk zijn uit hoofde van de lastgevingsovereenkomst.³⁶ Uit art. 1992 CC volgde daarbij dat bezoldigde bestuurders eerder aansprakelijk waren dan onbezoldigde.³⁷

Hoewel het wetboek maar een paar woorden wijdde aan de karakterisering van de bestuursfunctie als lastgeving en de parlementaire geschiedenis nauwelijks verdere informatie biedt,³⁸ is deze analogie n.m.m. van groot belang voor

31. Rogron 1827, 210–211.

32. Art. 1993: *‘Tout mandataire est tenu de rendre compte de sa gestion, et de faire raison au mandant de tout de qu’il a reçu en vertu de sa procuration, quand même ce qu’il auroit reçu n’eût point été dû au mandant.’*

33. Locré 1807, 140.

34. Rogron 1827, 210.

35. Pardessus 1815, 123–124 (nr. 1041): *‘Aucun associé ne peut s’immiscer dans les affaires sociales (...), sauf à provoquer leur destitution, conformément aux statuts, ou d’après les principes généraux du droit. (...) Cette qualité des administrateurs, apprend suffisamment qu’ils peuvent être révoqués par une délibération régulière des associés: cependant, lorsqu’ils ont été pris parmi les actionnaires, et qui, soit en qualité d’auteurs de l’entreprise, soit de toute autre manière, ils ont été nommés par le contrat de société, on ne peut les révoquer que pour causes jugées légitimes (...).’*

36. Rogron 1827, 211; Locré 1807, 142. Art. 1991 CC: *‘Le mandataire est tenu d’accomplir le mandat tant qu’il en demeure chargé, et répond des dommages et intérêts qui pourraient résulter de son inexécution.’*

37. Art. 1992 CC: *‘Le mandataire répond non-seulement du dol, mais encore des fautes qu’il commet dans sa gestion. Néanmoins la responsabilité relative aux fautes est appliquée moins rigoureusement à celui dont le mandat est gratuit, qu’à celui qui reçoit un salaire.’*

38. Art. 30–36 hebben tijdens de verschillende behandelingenstadia geen aanleiding gegeven tot opmerkingen of vragen; Locré XVII (1829), 92, 181, 191, 255, 287.

de interne verhoudingen, omdat hieruit een ondergeschiktheid van de bestuurder aan de aandeelhouders blijkt.³⁹ Deze karakterisering getuigt duidelijk van een visie op de SA als associatie van aandeelhouders die bepaalde bevoegdheden aan een bestuur had gedelegeerd. Deze visie is het gevolg van het feit dat de Franse kapitaalvennootschap vooral als besloten vennootschap is ontstaan, maar zij is ongetwijfeld mede beïnvloed door de revolutie en de democratiseringsgedachte die in opkomst was.⁴⁰ De analogie van de vennootschap met de staat als corporatieve organisatie die bijvoorbeeld ook bij John Locke te zien is, lijkt ook aan de Franse SA ten grondslag te liggen.⁴¹ Die analogie omvatte ook de door Rousseau gepropageerde gedachte van volkssoevereiniteit. Duidelijk komt deze bijvoorbeeld naar voren in de statuten van de *Société du Pont de Condrieu* (1835): ‘*Le pouvoir réside dans l’assemblée générale qui le délègue à un syndicat composé de cinq membres.*’⁴²

Het is in dit licht merkwaardig dat de regeling van de SA in de CdC geen bepalingen bevat over de aandeelhoudersvergadering. Evenmin kent zij bepalingen waaraan anderszins, rechtstreeks of indirect, zeggenschapsrechten voor aandeelhouders kunnen worden ontleend, zoals met betrekking tot besluiten over de winstverdeling, uitgifte van aandelen, tot ontbinding of statutenwijziging e.d. Met de bepaling dat bestuurders *revocables* zijn, wordt wel een aandeelhoudersvergadering verondersteld, maar voorgeschreven is deze niet. In de praktijk was de aandeelhoudersvergadering inderdaad regel, waarbij spoedig een onderscheid werd gemaakt tussen reguliere AVA’s en buitengewone vergaderingen. De eerste stelde de jaarrekening en het dividend vast, en benoemde en ontsloeg bestuurders.⁴³ BAVA’s handelden over besluiten die het karakter of het bestaan van de vennootschap betroffen, zoals ontbinding,

39. De analogie van lastgeving is overigens niet nieuw: Van Bijkershoek, *Observationes Tumultuariæ* I, nr. 575 kenschetste de verhouding tussen bewindhebbers en VOC reeds als lastgeving. In het geval van de VOC komt de analogie evenwel meer gewrongen voor doordat de lastgevers (participanten) niets te zeggen hadden over hun lasthebbers. Zie verder Punt 2010, 204 e.v.

40. Lefebvre-Teillard 1985, 347. De analogie met het mandaat is bijvoorbeeld ook terug te vinden in de grondwet van 24 juni 1793 (onderstr. MdJ):

‘Art. 29 : Chaque citoyen a un droit égal de concourir à la formation de la loi et à la nomination de ses mandataires ou de ses agents.

Art. 30. Les fonctions publiques sont essentiellement temporaires; elles ne peuvent être considérées comme des distinctions ni comme des récompenses, mais comme des devoirs.

Art. 31. Les délits des mandataires du peuple et de ses agents ne doivent jamais être impunis. Nul n’a le droit de se prétendre plus inviolable que les autres citoyens.’

41. Zie nr. 45.

42. Aangehaald in Lefebvre-Teillard 1985, 347.

43. Lefebvre-Teillard 1985, 384 e.v.

fusie, voortzetting of statutenwijziging.⁴⁴ Dergelijke besluiten konden doorgaans slechts worden genomen met inachtneming van een quorum en/of een gekwalificeerde meerderheid.

Evenals in Nederland stond de aandeelhoudersvergadering van de meeste grote SA's slechts open voor aandeelhouders met een bepaald belang, of voor de 100 of 200 grootste aandeelhouders.⁴⁵ Zeker in de eerste helft van de 19^e eeuw werd gestemd volgens het democratisch beginsel: één stem per aandeelhouder. Volgens Lefebvre-Teillard valt deze wijze van stemuitoefening te verklaren doordat de vroege SA zich nog niet helemaal had losgemaakt van de personenvennootschap die eveneens zou uitgaan van gelijkheid van vennoten.⁴⁶ Het aldus begrepen gelijkheidsbeginsel kan echter evenzeer worden gezocht in de democratische gedachte die in het Franse vennootschapsrecht onder invloed van de Franse revolutie sterker was doorgedrongen dan in het Nederlandse. Men vergete niet dat het democratisch beginsel ook werd gehanteerd in de bij uitstek corporatief ingerichte vroege EIC en dat pas in de loop van de 17^e eeuw in Engeland enige relatie ontstond met het financiële belang van aandeelhouders (nr. 66). Hoewel de SA volgens de wetgever moet worden gezien als overeenkomst, en de SA in zoverre verschilt van de Engelse *corporation*, is de corporatieve gedachte wel degelijk in de SA terug te vinden. Het valt allerminst uit te sluiten dat de democratische wijze van stemuitoefening mede hierin haar wortels vindt. Dit laat overigens onverlet dat in de loop van de 19^e eeuw geleidelijk meer relatie tussen het aantal stemmen per aandeelhouder en zijn financiële belang is gegroeid. Het degressieve en het proportionele (plutocratische) stemrecht hebben het democratisch principe rond 1870 verdrongen.⁴⁷

Tot zover het Franse vennootschapsrecht in enkele penseelstreken. De flexibele wettelijke regeling ging uit van een andere conceptie van de kapitaalvennootschap dan de Nederlandse actiëncompagnie. De gedachte dat de aandeelhoudersvergadering de hoogste macht uitoefende was in de eerste plaats het gevolg van het feit dat de Franse wettelijke regeling was ontworpen op basis van een besloten vennootschap die zich nog nauwelijks van de personenvennootschap had losgemaakt. Ten tweede had deze gedachte postgevat doordat revolutionaire ideeën over een meer democratische staatsinrichting op de SA werden overgeplant. Hierdoor waren bestuurders, blijkens de analogie van lastgeving en de relatief sterke positie van de aandeelhoudersvergadering, ondergeschikt aan de aandeelhouders.

44. Lefebvre-Teillard 1985, 389 e.v. Besluiten tot ontslag van bestuurders en tot goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten, zoals over het verkrijgen of verkopen van onroerend goed of het aangaan van leningen werden, afhankelijk van de vennootschap die het betrof, nu eens in een gewone, dan weer in een bijzondere aandeelhoudersvergadering genomen.

45. Lefebvre-Teillard 1985, 352 e.v.

46. Lefebvre-Teillard 1985, 368–369.

47. Lefebvre-Teillard 1985, 369.

4.2 Van *Code de Commerce* naar Wetboek van Koophandel

4.2.1 De periode tot 1828

93 Economische achtergronden. In de loop van de 18^e eeuw hadden de Nederlanden geleidelijk hun dominante positie in de wereldhandel moeten prijsgeven, in het bijzonder aan de Engelsen. Een ruimhartig dividendbeleid had de financiële positie van de VOC uitgehold, waardoor de compagnie onvoldoende armslag had om haar activiteiten uit eigen middelen te financieren.⁴⁸ De Vierde Engelse Oorlog (1780–1784) bracht de VOC in grote liquiditeitsproblemen die zij uitsluitend met behulp van een staatsinhuus kon overleven.⁴⁹ Als gevolg van deze oorlog moest de VOC belangrijke gebieden in Indië aan de Engelsen afstaan en verloor zij haar wereldwijde monopoliepositie op de handel in fijne specerijen.⁵⁰ Zij had onvoldoende slagkracht om haar aangetaste handelspositie te herstellen. Een herstelplan, gefinancierd door de Staten van Holland, mocht niet baten en vanaf 1794 moesten de Staten de financiering stopzetten. Toen de Franse troepen in 1795 het patriottenbewind installeerden, raakte de nieuwe Bataafse Republiek in oorlog met de Engelsen, waardoor de vaart op Indië opnieuw werd belemmerd.⁵¹ In 1797 werd de Nederlandse vloot door de Britten vernietigend verslagen en was de Nederlandse zeemacht ten einde.⁵² De VOC werd genationaliseerd en haar schulden werden door de staat overgenomen.⁵³

In ruil voor de Franse erkenning moest het nieuwe patriottenbewind o.a. Staats-Vlaanderen afstaan, waardoor de afsluiting van de Schelde, van kracht geweest sinds 1595, werd opgeheven.⁵⁴ De oorlog en de hiermee verband houdende blokkade door de Engelsen legden de handel, scheepvaart en visserij lam. Belangrijke Amsterdamse bankiers, zoals Henry Hope, verhuisden naar Londen,⁵⁵ de Engelsen namen de handel met Indië over en de voormalige VOC-havens in Middelburg, Rotterdam, Hoorn en Enkhuizen werden in 1803 gesloten.⁵⁶ De Amsterdamse haven hield het nog een paar jaar langer vol, maar beleefde eveneens een dramatische ineenstorting: voeren rond 1800 nog tweetot drieduizend zeeschepen de Amsterdamse haven binnen, dit aantal slonk tot 300 in 1809 en tot 0 in 1811.⁵⁷ De enige bloeiende Nederlandse bedrijfstakken

48. Den Heijer 2005, 186.

49. Den Heijer 2005, 190 e.v.

50. Den Heijer 2005, 193.

51. Den Heijer 2005, 205.

52. Israel 2008, 1239.

53. Den Heijer 2005, 208 e.v.

54. Israel 2008, 1237.

55. Neal 1993, 180, 186 e.v.

56. Israel 2008, 1243.

57. Jonker 1999, 51.

laten zien waarin men in tijden van economische misère zijn toevlucht zocht: de jeneverstokerij en de prostitutie beleefden gouden tijden.⁵⁸

De handel aan de Amsterdamse beurs werd weliswaar zwaar getroffen door de Franse jaren, maar zij kwam niet ten einde. Zo waren in 1795 nog 86 fondsen (vooral obligaties) in de prijscourant opgenomen.⁵⁹ Weliswaar moest Amsterdam zijn leidende positie op het gebied van de obligatiehandel prijsgeven, Nederland bleef een vermogend land en de Amsterdamse markt was tijdens de Franse bezetting nog altijd van bovenationale betekenis.⁶⁰ Zo waren veruit de meeste Britse staatsobligaties in Nederlandse handen,⁶¹ en werd de nieuwe Britse suprematie en beginnende industriële revolutie indirect door Nederlandse beleggers gefinancierd. Anders dan de handel in obligaties kwam de aandelenhandel nagenoeg tot stilstand. Niet alleen de VOC en WIC waren te gronde gegaan, maar ook talloze kleinere fondsen; aandelen in Engelse fondsen werden niet langer aan de Amsterdamse beurs verhandeld.⁶²

Willem I wachtte geen eenvoudige taak als koning van een verenigd koninkrijk dat gebukt ging onder een grote economische crisis en dito staats-schuld als gevolg van de Franse overheersing.⁶³ Na een korte opleving van optimisme volgde al in 1818–1819 een nieuwe terugval.⁶⁴ Op talloze manieren probeerde koning-koopman de economie te stimuleren en de economieën van het geïndustrialiseerde zuiden en het noorden met zijn koophandelstraditie te integreren.⁶⁵ Hij richtte De Nederlandsche Bank de Algemeene Maatschappij en de Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM) op.⁶⁶ De koning stak eigen geld in deze vennootschappen, en verschaftte ook op ondoorzichtige manieren overheidssteun. Tevens investeerde de kanalenkoning veel publiek en eigen geld in grote infrastructurele projecten, zowel in het noorden als het zuiden.

In zijn algemeenheid was de algemene trend van de economische ontwikkeling in de jaren '20 en '30 voorzichtig positief en vallen wel degelijk de eerste tekenen van industrialisatie te bespeuren.⁶⁷ Niettemin was de economische

58. Israel 2008, 1242, 1244.

59. De Jongh 1926, 36.

60. Jonker 1999, 52.

61. Neal 1993, 212–213.

62. De Jongh 1926, 35.

63. Prak & Van Zanden 2013, 177 e.v.; 181 e.v.; 186 e.v.; 193 e.v.

64. Jonker 1996, 33; Van Zanden & Van Riel 2004, 93.

65. Uitvoering Van Zanden & Van Riel 2004, 85 e.v.; 121 e.v.

66. Voor de oprichtingsstatuten van DNB, zie Staatsblad der Verëenigde Nederlanden 1814, nr. 40. Over de Algemeene Maatschappij en NHM: nr. 95.

67. Van Zanden & Van Riel 2004, 135 e.v.; 193.

situatie gecompliceerd. In het zuiden rees spoedig onvrede over de belasting-politiek van de koning die neerkwam op een jaarlijkse subsidie aan het noorden van 5–6% van het (zuidelijke) BBP.⁶⁸ De Belgische onafhankelijkheid vanaf 1830 betekende dan ook niet alleen een grote aanslag op de financiën en op de noordelijke economie, maar haalde ook de pijler onder Willems economische integratie-politiek weg. Tegelijkertijd kwamen institutionele zwakten van het jonge koninkrijk pijnlijk aan het licht. Willem I had getracht om het van oudsher gedecentraliseerde Nederland tot een grotere eenheid om te smeden, maar het bleek eenvoudig noch goedkoop om de talloze belangen op één lijn te krijgen. Tegelijk had Willem de macht van het zwakke parlement verder uitgehold, terwijl hij de regering volledig controleerde. De afwezigheid van tegenkrachten, de staatsschuld die voortvloeyde uit de Franse overheersing, het ondoorzichtige financiële beleid, waarbij de staatskas, Willems privévermogen en dat van de NHM dooreen liepen, de kostbare economische politiek en het wegvallen van de Belgische subsidie leidden vanaf het einde van de jaren '30 tot een ontsporing van de overheidsfinanciën.⁶⁹

Vanaf 1830 probeerde de koning de winsten uit Indië te vergroten door de invoering van het cultuurstelsel, in essentie een van staatswege opgelegde vorm van dwangarbeid ten behoeve van de Europese markt.⁷⁰ Vanuit economisch perspectief was deze invoering in 1830 aanvankelijk succesvol en plukte de NHM, en in haar voetsporen verschillende sectoren van de Nederlandse economie, de vruchten van de nieuwe koloniale politiek. De winsten werden echter niet op efficiënte wijze aangewend. Zo verleende de NHM subsidies aan inefficiënte Nederlandse bedrijven die hierdoor niet werden aangemoedigd tot innovatie. Op de langere termijn vormde het cultuurstelsel, als een *Dutch disease avant la lettre*, juist een rem op de economische ontwikkeling.⁷¹

Voor de NV, destijds vooral naamloze maatschappij of naamloze compagnieschap genaamd, was het bepaald geen bloeiperiode. Amsterdam kende in 1826 slechts 16 NV's.⁷² Het wekt dan ook geen bevreemding dat de beurs-handel in aandelen maar moeizaam op gang kwam. Symbolisch is dat het beursgebouw van Hendrik de Keyser, in gebruik genomen in 1611, in 1824 begon te verzakken en in 1835 moest worden verlaten wegens instortings-gevaar. Op een provisorische markt vond tot 1845 de effectenhandel in de open lucht plaats; vanaf dat jaar werd de handel verplaatst naar een nieuw gebouw, dat echter pas vanaf 1848 een dak kreeg.⁷³

68. Van Zanden & Van Riel 2004, 103.

69. Uitvoerig Van Zanden & Van Riel 2004. Voorts Prak & Van Zanden 2013, 195 e.v.

70. Van Zanden & Van Riel 2004, 116 e.v.

71. Vgl. Van Zanden & Van Riel 2004, 223.

72. Jonker 1996, 62.

73. De Vries 1976, 38; Neal 1993, 227.

Het publiek had maar weinig interesse in Nederlandse aandelen. De oprichting van De Nederlandsche Bank verliep moeizaam, terwijl de NHM-emissie pas na een koninklijke dividend-garantie succesvol was. Het waren vooral buitenlandse beleggers die intekenden op de spoorwegmaatschappijen van de jaren '30 en '40. Voor het overige werd nauwelijks in Nederlandse aandelen gehandeld. De geringe belangstelling voor Nederlandse aandelen is niet alleen het gevolg van de economische situatie, maar hangt ook samen met rechts-onzekerheid die werd gecreëerd door het aangescherpte overheidstoezicht op NV's vanaf het eind van de jaren '20 (zie § 4.2.2).⁷⁴ Niettemin werden in deze periode wel enkele verzekering-, kanaal- en stoombootmaatschappijen opgericht. De aandelen van deze maatschappijen werden niet regelmatig aan de beurs verhandeld, maar zij werden wel op onregelmatige tijden geveild, bijvoorbeeld bij de afwikkeling van een nalatenschap. Voor zover valt na te gaan, hadden deze NV's veelal een besloten of semi-open karakter: een kleine groep koopliden en hun familie had een controlerend belang, terwijl daarnaast vaak enkele tientallen vermogende particulieren, dikwijls relaties van de initiatiefnemers, participeerden.⁷⁵

Tegen deze achtergrond is opvallend dat in deze periode wel veel buitenlandse effecten, niet alleen obligaties, maar ook aandelen aan de beurs werden verhandeld. Het vertrouwen in buitenlandse fondsen bleek zelfs zo groot, dat in 1825 een Engelse oplichter erin slaagde om obligaties genoteerd te krijgen ten laste van de republiek Poyais die in Zuid-Amerika zou zijn gelegen.⁷⁶ De man en het geld waren spoedig spoorloos.

94 Invoering *Code de Commerce* in Nederland. In augustus en oktober 1808, dat wil zeggen te midden van economische misère, een jaar na de invoering van de CdC in Frankrijk en enkele maanden na het gereedkomen van het ontwerp voor het *Wetboek Napoleon, ingerigt voor het Koninkrijk Holland* (WNH), benoemde koning Lodewijk Napoleon een commissie die een ontwerp van een Wetboek van Koophandel voor het Koninkrijk Holland zou opstellen.⁷⁷ Het was de wens van de koning

‘dat die commissie bij haren arbeid van het Fransche wetboek van koop-handel wel gebruik zoude maken; [maar] dat, voor zoo verre zij begreep, dat

74. Van Zanden & Van Riel 2004, 160 e.v.

75. Dit vermoeden ontleen ik aan de onregelmatige notering van dergelijke fondsen in de *Prijs-courant*, alsmede aan Van Limburg Stirum 1829 en Van Hall 1834 (nr. 97 en 99). Aldus ook: Frentrop 2013, 66.

76. De Vries 1976, 35; Frentrop 2013, 57, nt. 142.

77. De commissie bestond uit de heren Van Gennip, één van de opstellers van het WNH, Van der Linden, die een eerder ontwerp voor het WNH had opgesteld, en M.S. Asser, procureur te Amsterdam en overgrootvader van T.M.C. Asser (Voorduin VIII (1840), XVI–XVII).

in Holland andere bepalingen zouden moeten worden gevolgd worden, zij zich geenszins aan hetzelfde op eene slaafsche wijze zoude binden.⁷⁸

De commissie bood een jaar later haar ontwerp aan en had naar eigen zeggen ‘getracht het oog te houden voor de natuur en de behoeften van de Hollandschen koophandel en zeevaart, en acht gegeven op de vaderlandsche wetten en gewoonten, die daarmede in verband stonden.’⁷⁹ Niettemin werd het vennootschapsrecht in dit ontwerp grotendeels uit de CdC overgenomen. Het belangrijkste verschil was het ontbreken van preventief toezicht: ‘Hiertoe wordt geene rede gevonden.’⁸⁰

Toch werd in 1811 het preventieve toezicht, bron van conflict én rechtsvorming, in Nederland geïntroduceerd met de integrale invoering van de Franse CdC. Tot 1828 zou het preventieve toezicht inhoudelijk weinig om het lijf hebben en neerkomen op een formaliteit.⁸¹ De wettelijke regeling van de SA, in het Nederlands aanvankelijk vertaald als ‘compagnieschap zonder eene firma’ of ‘naamlooze compagnieschap’, was weliswaar geworteld in een andere vennootschapstraditie, maar bleek door haar beknoptheid eenvoudig kneedbaar voor de Nederlandse verhoudingen. Bestuurders waren weliswaar *revocables*, maar niet werd voorgeschreven *door wie*; evenmin regelde het wetboek door wie bestuurders moesten worden benoemd.⁸² De wettelijke regeling veronderstelde weliswaar een aandeelhoudersvergadering, maar schreef die niet voor. De toegang tot de vergadering en de uitoefening van het stemrecht waren niet in de wet geregeld en lieten dan ook alle vrijheid aan de statuten. Wel zorgde het ontbreken van commissarissen in de CdC voor enige verwarring.⁸³ Maar ook hier wist de praktijk wel een mouw aan te passen: de commissarissen werden eveneens beschouwd als *mandataires*, zij het met een ander mandaat dan de directeuren. Nu eens vormde de RvC *de facto* een eigen orgaan, zoals gebruikelijk aan het einde van de 18^e eeuw, dan weer werden commissarissen beschouwd als een soort niet-uitvoerende bestuurders die met de uitvoerende bestuurders in één bestuursorgaan zitting hadden en op gezette tijden apart vergaderden. In Frankrijk was een dergelijk monistisch bestuursmodel gebruikelijk.⁸⁴

78. Voorduin VIII (1840), XVII.

79. Voorduin VIII (1840), t.a.p.

80. Huussen-de Groot 1976, 116.

81. Van Hall 1834, VIII.

82. Illustratief is dat in de *Nieuwe Amsterdamsche Courant en Algemeen Handelsblad* van 29 juni 1832 melding wordt gemaakt van een bestuurder die zichzelf voor het leven had benoemd, met het recht om andere bestuurders te benoemen en bij testament een opvolger aan te kiezen!

83. Het ontwerp WvK van 1822 voorzag dan ook reeds in toezicht door commissarissen (Voorduin VIII (1840), 92, nt. 2).

84. Lefebvre-Teillard 1985, 259–346.

95 Algemeene Maatschappij en NHM. Dit bestuursmodel werd ook gehanteerd door de twee belangrijkste handelsvennootschappen die werden opgericht in de periode waarin de CdC in Nederland gold, de Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volksvlijt (1822), na de afscheiding van België bekend als *Société Générale*⁸⁵ en de Nederlandsche Handel-Maatschappij (1824). De ambities van beide vennootschappen waren niet bescheiden: zij beoogden weinig minder dan de gehele economie van het zuiden en het noorden uit het slop te trekken.⁸⁶ De Algemeene Maatschappij zou zich als bank richten op het noorden én het zuiden en had daarmee een groter werkterrein dan De Nederlandsche Bank die de – toen nog – soeverein vorst enkele maanden vóór de vereniging van het koninkrijk had opgericht. Anders dan De Nederlandsche Bank trok de Algemeene Maatschappij ook gelden van particulieren aan. De NHM was opgericht als ‘nieuwe VOC’ en beoogde niet alleen het oude handelsimperium in ere te herstellen, maar ook de koophandel in het algemeen te bevorderen.

Het belegend publiek reageerde enthousiast, vooral dankzij een door Willem I gegarandeerd jaarlijks rendement van 5% (Algemeene Maatschappij), respectievelijk 4,5% (NHM).⁸⁷ De intekening voor de NHM geschiedde op basis van een kort prospectus waarin de hoofdlijnen van de organisatie uiteen werden gezet. Pas ná de oprichting van de NHM werden de statuten vastgesteld die hiermee niet helemaal synchroon liepen.⁸⁸ Hiermee was de kiem geschapen

85. De *Société générale des Pays-Bas, pour favoriser l'industrie nationale* werd na de Belgische afscheiding herdoopt tot *Société Générale pour favoriser l'Industrie nationale*.

86. De Algemeene Maatschappij had tot doel ‘*de contribuer aux progrès, au développement et à la prospérité de l'agriculture, des fabriques et du commerce*’ en zou zich vooral met bancaire activiteiten bezighouden. De statuten van de NHM vermeldde in art. 65: ‘Het doel der Maatschappij is de bevordering van den nationalen handel, scheepvaart, scheepsbouw, visscherij en landbouw, fabrieken en trafijken; en zulks, door, met inachtneming van hare eigen belangen, de bestaande en voor Nederland voordeelige handels-betrekkingen uit te breiden, door nieuwe wegen voor den Nederlandschen handel te openen, en door al zulke ondernemingen, welke het vertier der voortbrengselen van de Nederlandsche nijverheid kunnen vermeerderen en bevorderen.’

Art. 80: ‘De Maatschappij zal hare aandacht in het bijzonder vestigen op de wederkeerige handelsbetrekkingen tusschen dit rijk en Oost-Indië; op den handel van haven tot haven in Indië zelf; voorts bepaaldelijk op den theehandel, en verderen directen en indirecten handel met China, opdat de oude betrekkingen met dat rijk worden hersteld, en deze belangrijke tak van handel aan de Nederlandsche scheepvaart terug gegeven worde; en voorts op den handel met de onderscheidene gedeelten van Amerika, alsmede met de Levant.’

87. Frentrop 2003, 154.

88. Stcrt. 1 april 1824, nr. 79 (KB tot oprichting en oproep om in te leggen); de statuten van de NHM zijn neergelegd in Stcrt. 1824, 24 augustus 1824, nr. 199, in Bijvoegsel tot het Staatsblad, 11^e deel, eerste stuk (1824), p. 626–655 (statuten), alsmede (in Franse vertaling): Rogron 1827, 254–269. Voor de statuten van de Algemeene Maatschappij: Rogron 1827, 241–250.

voor een later conflict tussen toonderaandeelhouders en het bestuur dat in nr. 120 zal worden behandeld.

Ondanks verschillen tussen de Algemeene Maatschappij en de NHM, springen de overeenkomsten in het oog. Het kapitaal van beide vennootschappen was ongeveer even groot.⁸⁹ Het bestuur van beide vennootschappen bestond uit directeuren en commissarissen, waarbij de functie van commissarissen eerder deed denken aan niet-uitvoerende bestuurders. Bestuurders van de Algemeene Maatschappij werden benoemd door de koning, hetzij rechtstreeks (de *gouverneur* en de *secrétaire*), hetzij uit een voordracht van het bestuur (*trésorier*), hetzij uit een voordracht door de AVA (overige bestuurders).⁹⁰ De bestuurders van de NHM werden eveneens benoemd door de koning, hetzij rechtstreeks (om over diens belangen te waken), hetzij op voordracht van de commissarissen.⁹¹ De *commissaires* van de Algemeene Maatschappij werden rechtstreeks benoemd door de AVA. Hun collega's bij de NHM werden door de koning benoemd uit een voordracht van de plaatselijke kiescolleges van aandeelhouders.⁹²

Naast deze incidentele plaatselijke kiescolleges kende de NHM een aandeelhoudersvergadering ('algemeene vergadering der stemgerechtigden'), die echter slechts bijeenkwam om te besluiten over ontbinding, voortzetting van de maatschappij of over statutenwijziging.⁹³ Stemgerechtigd waren Nederlandse aandeelhouders die gedurende zes maanden ten minste vier aandelen op naam van *f* 1.000 nominaal hielden.⁹⁴ Aandeelhouders aan toonder hadden in het geheel geen stemrecht – een belangrijk gegeven voor het in nr. 120 te bespreken conflict. Zo konden aandeelhouders kiezen tussen beperkte *voice*, of eenvoudiger *exit*. Iedere stemrechtige aandeelhouder kon één stem uitbrengen, met dien verstande dat een besluit tot ontbinding kon worden genomen bij meerderheid van stemmen, vertegenwoordigende vier/vijfde van het kapitaal.⁹⁵

De aandeelhoudersvergadering van de Algemeene Maatschappij stond slechts open voor de 60 grootste aandeelhouders op naam. Ook hier kon iedere stemgerechtigde aandeelhouder in beginsel één stem uitbrengen, met dien verstande dat bij een besluit tot ontbinding de hoogte van het geplaatste

89. Het kapitaal van de Algemeene Maatschappij bestond uit *f* 17 miljoen, alsmede uit de koninklijke domeinen, gewaardeerd op *f* 20 miljoen; dat van de NHM uit *f* 37 miljoen. (Jonker 1999, 61–63; Jonker & Sluyterman 2000, 160)

90. Art. 33 en 34.

91. Art. 40.

92. Deze voordracht geschiedde door kiescolleges die voor die gelegenheid werden samengesteld in Amsterdam, Antwerpen, Rotterdam, Brussel, Gent en zeven kleinere steden, afhankelijk van de woonplaats van de aftredende commissaris. Eén commissaris werd echter rechtstreeks door de koning benoemd. Art. 21; vgl. Van Houten 1889, 28.

93. Art. 106.

94. Art. 19.

95. Art. 4 en 5.

kapitaal wel in aanmerking werd genomen.⁹⁶ Anders dan bij de NHM kwamen de aandeelhouders van de Algemeene Maatschappij jaarlijks bijeen om een voordrachtslijst voor de benoeming van directeuren op te stellen en om commissarissen te benoemen. Jaarlijks zouden een directeur en drie commissarissen aftreden.

De aandeelhouders van beide maatschappijen hadden kortom nauwelijks enige zeggenschap, waarbij de zeggenschapspositie van aandeelhouders van de NHM nog iets zwakker was dan die van de Algemeene Maatschappij. De geringe zeggenschap heeft m.i. minder te maken met de Nederlandse oligarchische traditie dan met het feit dat de vennootschappen werden opgericht met het oog op het verrichten van een publieke taak. Aandeelhouders werden bovendien gecompenseerd door het door de koning gegarandeerde jaarlijkse dividend. Daarmee doet de positie van aandeelhouders eerder denken aan die van houders van (staats)obligaties, terwijl de koning – lees: de belastingbetaler – het uiteindelijke risico liep. Als gevolg van de moeizame start van de NHM heeft de koning tot 1834 daadwerkelijk het dividend betaald.⁹⁷

4.2.2 1828–1835: richtingenstrijd en koninklijke bewilliging

96 Oligarchie in het departementale vizier. In dezelfde periode gingen de voorbereidingen voor een Nederlands WvK gestaag verder. In het ontwerp van 1822 werd de koninklijke bewilliging voor het eerst in het wetsvoorstel opgenomen; deze stuitte in het geheel niet op verzet.⁹⁸ Dit ontwerp was nog sterk geënt op de CdC, zij het dat het voorzag in de mogelijkheid van toezicht door commissarissen.⁹⁹ Hetzelfde gold voor het ontwerp van 1825, waarin de compagnieschap werd aangeduid als naamloze vennootschap. Dit ontwerp werd in 1826 aangenomen en zou in 1830 in werking zijn getreden, als deze niet was doorkruist door de afscheiding van België.¹⁰⁰ De afscheiding was aanleiding om het ontwerp WvK in 1833 andermaal te herzien, begin 1834 gevolgd door een memorie over het preventief toezicht.¹⁰¹ In april 1835 werd het wetsvoorstel opnieuw herzien in verband met de hierna te bespreken controverse over het preventieve toezicht. Dit ontwerp stuitte op bezwaren in de Tweede Kamer,¹⁰² waarna in oktober 1835

96. Art. 6 en 48.

97. Jonker & Sluyterman 2000, 163.

98. Het ontwerp is in voetnoten opgenomen in Voorduin VIII (1840), 88–100.

99. Art. 29: 'De [compagnieschap] wordt bestuurd door bestuurders daartoe gesteld en herroepelijk zijnde, in de maatschappij deelende of niet deelende, loontrekkende of voor niet arbeidende, hetzij met of zonder toezigt van commissarissen.' (Voorduin VIII (1840), 92)

100. Voorduin VIII (1840), XXVII–XXXIX.

101. Voorduin VIII (1840), XL–XLI.

102. Voorduin VIII (1840), XLV.

een laatste gewijzigd ontwerp werd ingediend dat wel op instemming van de Tweede en Eerste Kamer kon rekenen.¹⁰³ In 1838 zou het nieuwe vennootschapsrecht als Titel 3 van Boek I WvK in werking treden.

De vele ontwerpen, met name in de laatste jaren, hielden nauw verband met een belangrijke beleidswijziging bij de uitoefening van het preventieve toezicht. Tot ver in de jaren '20 werd het overheidstoezicht met soepelheid uitgeoefend.¹⁰⁴ Rond 1828 trad een nieuwe ambtenaar, Netscher, aan die zo zijn eigen ideeën had over de inrichting van de NV. Niet onaannemelijk is bovendien dat Willem I het overheidstoezicht gebruikte als instrument voor zijn neo-mercantilistische politiek en dat hij langs deze weg meer controle over de economie wilde uitoefenen.¹⁰⁵ Wat de precieze oorzaak van de beleidswijziging ook zij, vanaf ongeveer 1828 werd het toezicht strikter en verlangde het departement steeds meer aanpassingen in de oprichtingsstatuten. Deze strekten er doorgaans toe de belangen van crediteuren te beschermen en de positie van kleine aandeelhouders te versterken tegenover de grootaandeelhouders, maar zij betroffen ook veel niet ter zake doende details.

Uit een overzicht, opgesteld door F.A. van Hall (1791–1866), blijkt welke vennootschappen tussen 1828–1830 werden opgericht en waar het toezicht zich op richtte.¹⁰⁶ De meeste van de NV's die werden opgericht waren verzekeringmaatschappijen.¹⁰⁷ Uit Van Halls overzicht blijkt dat het departement niet consequent was bij zijn toezicht: nu eens werd een akte goedgekeurd waarin de jaarlijkse balans werd vastgesteld door de commissarissen, dan weer verlangde het departement dat de commissarissen slechts tot goedkeuring mochten overgaan nadat de AVA inzage had gekregen en opmerkingen had mogen maken. Wel consequent is dat alle aanpassingen die werden vereist telkens de positie van aandeelhouders versterkten.¹⁰⁸

103. Voorduin VIII (1840), XLVI.

104. Donker Curtius 1826, 34 e.v.; Van Hall 1834, 92 e.v.

105. Jonker 1996, 62; Van Zanden & Van Riel 2004, 160. De beleidswijziging hing tevens samen met enkele onregelmatigheden die zich bij tontines en zogenaamde weduwenfondsen hadden voorgedaan; evenals de tontines waren deze weduwenfondsen niet als NV georganiseerd, maar wel aan de NV verwant (nr. 76, nt. 3; Huussen-De Groot 1976, 120; Van Limburg Stirum 1829, 6; Van Hall 1834, VIII en 20–21; Van Houten 1889, 24 en 38; Tekenbroek 1923, 21). Mogelijk is de beleidswijziging tevens beïnvloed door het Franse preventieve toezicht in die periode. Dat spitste zich vooral toe op de volstorting van aandelen, op de reservering van winst en op de periode gedurende welke de SA mocht worden opgericht (30 jaar). Bovendien waakte de *Conseil d'État* over de wijze waarop directeuren werden benoemd en trad deze op tegen statutaire bepalingen waarbij een oprichter in de statuten tot levenslang directeur werd benoemd (Deutsch 2007, 90; Lefebvre-Teillard 1981, 404 e.v.)

106. Van Hall 1834, Bijlage 3.

107. Het betrof 20 verzekeringsmaatschappijen, twee rederijen, een stoombootmaatschappij, een landbouw- en handelmaatschappij en een maatschappij die zich bezig hield met vlas- en hennepspinnerij.

108. Vgl. Tekenbroek 1923, 21.

HOOFDSTUK 4

Toonde het departement grote interesse in de goedkeuring van de balans, minder aanpassingen verlangde het bij de wijze van benoeming van directeuren: in slechts één geval bepaalde het departement dat de benoeming van directeuren zou geschieden door de AVA, in plaats van door de overblijvende commissarissen en directeuren. In ongeveer de helft van de gevallen was de AVA vrij in de benoeming van directeuren en commissarissen. In de andere helft van de gevallen geschiedde de benoeming door de commissarissen, of door de AVA op voordracht van bestuurders en/of commissarissen. Vergeleken met de situatie vóór de invoering van de CdC was de positie van de AVA weliswaar enigszins versterkt (nr. 83), maar uit het overzicht van Van Hall blijkt tegelijk dat de invoering van de CdC noch het verscherpte preventieve toezicht in de weg heeft gestaan aan continuïteit bij de benoeming van bestuurders en commissarissen volgens de oude oligarchische traditie:

Benoeming van directeuren en commissarissen van NV's 1828 – 1830		
Benoeming directeuren	Aantal	%
AVA	12	48%
AVA (voordracht commissarissen)	3	12%
AVA (voordracht bestuurders)	1	4%
AVA (voordracht bestuurders en commissarissen)	5	20%
Commissarissen	3	12%
Niet duidelijk ¹⁰⁹	1	4%
Totaal	25	100%
Benoeming commissarissen		
AVA	10	40%
AVA (voordracht commissarissen)	3	12%
AVA (voordracht bestuurders en commissarissen)	5	20%
Commissarissen	1	4%
Niet duidelijk of RvC is ingesteld, dan wel hoe benoeming geschiedt	6	24%
Totaal	25	100%

97 Het toezicht verdedigd. Het verscherpte toezicht leidde tot veel vertraging bij de oprichting van vennootschappen; door het inconsequente beleid van het departement ontstond bovendien verwarring over de eisen die

109. In het geval van de Amsterdamsche Verzekeringmaatschappij werd de vennootschap voortgezet en bepaalde de akte hierover niets.

aan de statuten werden gesteld. In 1829 schreef daarom Van Limburg Stirum, die klaarblijkelijk nauw op de hoogte was van de opvattingen van het departement,¹¹⁰ een handleiding waaraan de statuten zouden moeten voldoen. Van Limburg Stirums verdediging van het preventief toezicht is vooral ingegeven door crediteurenbescherming.¹¹¹ Louter preventief toezicht zou in zijn visie bovendien onvoldoende effectief zijn, indien het niet gepaard zou gaan met *doorlopend* toezicht; hij bepleitte daarom dat de goedkeuring moest kunnen worden ingetrokken en dat alle aandeelhouders jegens derden persoonlijk aansprakelijk zouden worden, indien de vennootschap ondanks de intrekking haar activiteiten zou voortzetten.¹¹²

Van Limburg Stirum was radicaal in zijn opvattingen over het toezicht; tegelijk was hij voor wat betreft de zeggenschapsrechten van aandeelhouders naar Nederlandse begrippen modern. Zijn visie op de positie van de aandeelhoudersvergadering is duidelijk door de Franse opvattingen beïnvloed. Opvallend is de terminologie die Van Limburg Stirum hanteert. De destijds gebruikelijke betiteling van aandeelhouders als *deelhebbers* komt bij Van Limburg Stirum slechts naar voren wanneer hij spreekt over het financiële belang van aandeelhouders. Wanneer hij spreekt over zeggenschapsrechten van aandeelhouders, duidt hij hen bijna steeds aan als *leden* en geeft hij blijk van een meer corporatieve visie op het vennootschapsrecht. In nr. 92 bleek reeds dat corporatieve gedachten aan de CdC ten grondslag heeft gelegen, thans vinden deze ook in Nederland weerklank. In de volgende passage onderbouwt Van Limburg Stirum zijn bezwaren tegen de praktijk dat niet de aandeelhoudersvergadering bestuurders benoemt en ontslaat:

‘Ik heb dikwijls ontwerpen van maatschappelijke statuten gezien, in welke de ontwerpers voor zich zelve een onherroepelijk regt op het bestuur voorbehielden, en nog wel met de magt, om (...) hunne opvolgers te benoemen. Het is onnoodig om te zeggen, dat die personen geen kennis droegen van (...) het wetboek van koophandel, en dat eene akte, in welke eene zoodanige bepaling zoude zijn opgenomen, nimmer zoude kunnen worden goedgekeurd. (...) Alle deelhebbers in de naamlooze vennootschappen hebben, in evenredigheid van het getal hunner aandeelen, een gelijk regt, gelijke aanspraak op al de voordeelen, welke uit hunne verbindtenis

110. Van Limburg Stirum 1829, 7.

111. Van Limburg Stirum 1829, 28 e.v.

112. Van Limburg Stirum 1829, 125: ‘Eindelijk worden de bekrachtiging en goedkeuring verleend met uitdrukkelijke voorbehouding, dat zij zullen worden ingetrokken, indien de maatschappij hare statuten, of de voorschriften van het besluit niet mogt naleven. Wordt het besluit ingetrokken, dan heeft het vennootschap als naamlooze maatschappij, geen wettig bestaan meer, en de leden zouden voor alle handelingen, welke daarna nog mogten worden voortgezet, persoonlijk en voor het geheel aansprakelijk zijn.’ Vgl. ook Van Limburg Stirum 1829, 96.

ontstaan kunnen. Niemand mag zich dus (...) eenig regt op het beheer der zaken voorbehouden; want geen lid moet worden ontstoken van zijne kans, om hetzelfde geheel of gedeeltelijk aan zich zelven te zien opdragen, en de maatschappij moet niet buiten staat worden gesteld van iemand te benoemen, aan wien de belangen der maatschappij beter zouden worden toevertrouwd.¹¹³

Uit dit citaat blijkt wel dat de oligarchische traditie door de invoering van de CdC geenszins was gebroken. Wel staat deze steeds meer aan kritiek bloot, zo blijkt ook uit onderstaand het betoog van Van Limburg Stirum dat iedere vennootschap een aandeelhoudersvergadering behoort in te stellen:

‘Ik heb reeds gezegd, dat alle leden der maatschappij een gelijk belang bij het welvaren der maatschappij, en gelijk regt op het beheeren van hare zaken hebben. Door het opdragen van het bestuur aan deze of gene personen, ontdoen zij zich ook niet van het regt, om over het bestuur te waken, deszelfs handelingen te onderzoeken, inlichtingen betreffende dezelve te vragen, en alle voorstellen te doen en besluiten te nemen, welke zij oordeelen mogen, in hun algemeen belang te zijn. Het is daarom gebruikelijk, om in de akten te bepalen, dat er jaarlijks eene algemene vergadering plaats zal hebben, om de rekening en de balans van het afgelopen jaar te onderzoeken, verifiëren en goed te keuren, en om in overweging te nemen alle voorstellen, welke het bestuur of de leden zouden kunnen voordragen; en er wordt buitendien aan het bestuur de magt gegeven, om de algemeene vergadering in ongewone gevallen buitengewoon op te roepen.

Maar somtijds wordt in de statuten geene melding hoegenaamd gemaakt van eene algemeene vergadering. Commissarissen onderzoeken de rekeningen, maken de jaarlijksche balans met Direkteuren op; waarna de boeken en stukken ter inzage van al de leden, aan het kantoor der maatschappij worden gesteld. Schoon deze stilzwijging der statuten geenszins aan de leden het regt beneemt, om zich te vergaderen, ten einde het gedrag hunner lasthebbers te onderzoeken, en alle noodige besluiten te nemen aangaande de maatschappelijke zaken, heeft het echter ten gevolge, dat eene zoodanige vergadering niet dan in zeer buitengewone omstandigheden bijeenkomt, en meestal dan alleen, wanneer de leden groote reden hebben, om den stand der

113. Van Limburg Stirum 1829, 105–106. Ook voor wat betreft de beloning van bestuurders heeft Van Limburg Stirum 1829, 107 opvallende gedachten: ‘Dikwijls wordt hun toegekend een zeker gedeelte in de zuivere winsten. Deze bepaling heeft het voordeel van Direkteuren bijzonder veel belang te doen stellen in den bloei der maatschappij; maar in gevallen waar de winsten voor groote uitbreiding vatbaar zijn, is het raadzaam om te bepalen, dat die belooning, in geen geval, eene zekere som mag te boven gaan.’

zaken en het gedrag van het bestuur te mistrouwen, als wanneer het dikwijls reeds te laat is, om met goed gevolg tusschen beide te komen. In eene algemeene vergadering integendeel worden de zaken naauwkeurig ingezien. In die bijeenkomsten hebben de leden de beste gelegenheden, om zich hunne gedachten en geheimste vermoedingen mede te deelen, en daardoor wordt men dikwijls op verbetering gebracht en men komt op het spoor van misbruiken. Een jaarlijksche algemeene vergadering kan dus worden beschouwd als eene zeer nuttige instelling; het is zelfs ongetwijfeld een gebrek van de maatschappelijke wetten, wanneer door dezelve niet bepaald wordt, dat eene dergelijke vergadering jaarlijks plaats zal hebben. Evenwel kan de regering eene naamlooze maatschappij niet noodzaken, om dit gebrek aan te vullen; alhoewel de goedkeuring niet zoude kunnen worden verleend aan eene akte, in welke de leden uitdrukkelijk afstand zouden doen van hun regt om bij elkander te komen, en alles te verrigten, wat zij mogten bevorderlijk achten tot den bloei der maatschappij.¹¹⁴

Het beeld dat hier van de aandeelhoudersvergadering wordt geschetst, suggereert dat veel NV's die rond de jaren 1830 werden opgericht dikwijls een 'semi-open vennootschap' waren: enerzijds stonden bestuurders op een zodanige afstand van de aandeelhouders dat misbruik niet kon worden uitgesloten, anderzijds was de kring van aandeelhouders vaak nog zodanig beperkt dat aandeelhouders ter vergadering de gelegenheid hadden 'hunne geheimste vermoedingen mede te deelen.'

Van Limburg Stirum bepleitte tot slot een belangrijke verandering in de wijze waarop het stemrecht zou worden uitgeoefend. De meeste vennootschappen gingen destijds uit van het plutocratische (proportionele) beginsel dat grootaandeelhouders in staat stelde de controle over de vennootschap uit te oefenen en dat in zoverre past in de Nederlandse regententraditie. Van Limburg Stirum beoogde de positie van minderheidsaandeelhouders te versterken door de invoering van een stemplafond. Hierdoor zou Nederland weer in de pas lopen met hetgeen elders toentertijd gebruikelijk was. Weliswaar zag Van Limburg Stirum de gevaren van misbruik door het gebruik van stromannen, maar de bescherming van kleine (externe) aandeelhouders tegen een te dominante positie van bestuurders en andere grootaandeelhouders moest volgens hem prevaleren. Tegelijk zag hij geen bezwaar, dat de aandeelhoudersvergadering van vennootschappen met een gespreid aandelenbezit slechts zou openstaan voor de grotere aandeelhouders.¹¹⁵

114. Van Limburg Stirum 1829, 110–112.

115. Van Limburg Stirum 1829, 113: 'In de statuten stelt men vast de wijze, op welke de stemmen zullen worden opgenomen, zoo in den raad van het bestuur, als in de algemeene vergaderingen. Wanneer het getal der leden zeer groot is, en dat zij ver uit een wonen,

98 Richtlijnen. Voor zover de opmerkingen van Van Limburg Stirum niet reeds waren ingefluisterd door het departement, vonden zij er goed gehoor. Op 1 december 1833 werden voor het eerst richtlijnen omtrent de uitoefening van het toezicht ingevoerd.¹¹⁶ Deze leidden tot heftig verzet van een groot aantal Amsterdamse kooplieden,¹¹⁷ reden voor de minister om het preventief en doorlopend toezicht uitvoerig te verdedigen.¹¹⁸ Het KB waarin de nieuwe regels waren neergelegd voorzag in navolging van Van Limburg Stirum in preventief én doorlopend toezicht.¹¹⁹ Indien uit het doorlopend toezicht zou blijken dat de statuten niet werden nageleefd of dat voorwaarden die aan de bewilliging waren verbonden niet werden nageleefd, zou de koning kunnen besluiten om de autorisatie in te trekken. Gezien de tekst van art. 37 CdC zou dit betekenen dat de vennootschap zou zijn ontbonden.¹²⁰

Volgens de toelichtende memorie is het preventieve en doorlopende toezicht noodzakelijk omdat in beginsel bestuurders noch aandeelhouders van de NV aansprakelijk zijn jegens derden. Daar komt bij, zo vervolgt de memorie zonder blijk te geven van veel historische kennis, dat ‘de naamloze maatschappijen, zoodanig als die nu zijn ingerigt, en met de daaraan verbonden regtsgevolgen, te voren, zoowel in Frankrijk als in de Nederlanden, niet hebben bestaan.’¹²¹

komt men somtijds overeen, dat de algemeene vergadering zal worden zamengesteld uit alle leden, die houders zijn van een zeker getal aandelen en daarboven, en om voor te komen, dat enkele personen, houders van een overgroot aantal actiën, een te groot overwigt in die vergadering zouden hebben, bepaalt men, dat niemand meer dan een zeker getal stemmen zal kunnen vereenigen; hetgeen dikwijls zeer noodig is, vooral om voor te komen, dat Direkteuren, houders van veel aandeelen, de beraadslagingen meer of min ter bereiking van hunne oogmerken zouden kunnen beheeren.’

116. KB 1 december 1833, Stb. 1833, 60; de richtlijnen zijn opgenomen als bijlage bij dit KB.

117. Voorduin VIII (1840), 159–166.

118. Brief van 10 februari 1834; opgenomen in Voorduin VIII (1840), 166–184.

119. De nieuwe regels waren niet van toepassing op de vennootschappen die waren opgericht vóór de invoering van de CdC. Dat zou veranderen bij statutenwijziging en verlenging van deze vennootschappen. Vennootschappen die onder het regime van de CdC waren opgericht en wier statuten waren goedgekeurd ‘onder uitdrukkelijk voorbehoud van bepaalde punten’, waren bovendien gehouden om hun statuten te wijzigen in overeenstemming met de nieuwe richtlijnen.

120. ‘*La société anonyme ne peut exister qu’avec l’autorisation du Gouvernement, et avec son approbation pour l’acte qui la constitue.*’ (onderstr. MdJ)

121. Voorduin VIII (1840), 183; 169. Ter motivering wordt ten eerste verwezen naar de Van der Keessel 1800 (1860), § 703 die t.a.p. echter niet sprak van een actiëncompagnie, maar van een firma-vennootschap; voorts wordt verwezen naar de rederij en het recht van abandon. Het is o.a. deze opmerking die Van der Heijden ertoe heeft aangezet zijn proefschrift te schrijven over de geschiedenis van de kapitaalvennootschap vóór de invoering van de CdC. Hij eindigt zijn proefschrift met de stelling: ‘de *historische* argumentatie, waarmee destijds de opname van het vereischte der koninklijke bewilliging in art. 36 van ons Wetboek van Koophandel werd bepleit, is zonder twijfel onhoudbaar’ (Van der Heijden 1908, 225). Misschien beschouwde de VOC en WIC door hun semi-publieke karakter niet

Om deze reden behoorde de regering zich de belangen van derden en aandeelhouders aan te trekken door middel van preventief toezicht.¹²²

De meeste departementale richtlijnen hadden betrekking op kapitaalbescherming en blijven buiten beschouwing. Uit de art. 10–12 en 15 blijkt dat de regering mede beoogde de zeggenschapspositie van aandeelhouders, in het bijzonder van minderheidsaandeelhouders te versterken. Zo bepaalde art. 10 dat directeuren en commissarissen te allen tijde konden worden ontslagen, ook indien zij voor een bepaalde tijd waren benoemd. Volgens art. 10 konden directeuren of commissarissen niet bij uiterste wil of anderszins een of meer opvolgers aanstellen. De bepaling ging echter niet zo ver dat slechts aandeelhouders de bestuurders mochten benoemen; de CdC liet dit immers ook in het midden. Art. 11 verklaarde de bepalingen omtrent het bestuur van de vennootschap van overeenkomstige toepassing op commissarissen. Hiermee werd de lacune opgevuld die in de Nederlandse wetgeving was ontstaan, omdat de CdC niet voorzag in toezicht door commissarissen. De gelijkstelling van directeuren en commissarissen had vervolgens gevolgen voor vaststelling van de jaarbalans en het dividend: goedkeuring door de commissarissen zou neerkomen op de slager die zijn eigen vlees keurt, aldus art. 12 dat duidelijk is geïnspireerd door Van Limburg Stirum.¹²³

Onder kennelijke invloed van Van Limburg Stirum wordt de positie van minderheidsaandeelhouders versterkt door de invoering van een stemplafond in art. 15:

‘Er zal bijzonder gelet worden op de wijze waarop het stemregt der deelhebbers, bij gelegenheid van de jaarlijksche en andere algemeene vergaderingen wordt geregeld. Het getal aandeelen, waarvan ieder deelhebber eigenaar of houder is, zal de maatstaf zijn, waarnaar de stemmen kunnen berekend worden. Er zal evenwel gezorgd worden dat een enkel deelhebber geenen al te grooten invloed in de beraadslagingen der vergadering bekomme. Hierin kan op verschillende wijzen worden voorzien, zoo als door te bepalen, dat de eigendom van een aandeel regt geven zal tot het uitbrengen van *eéne* stem; *twee* aandeelen tot *twee* en *drie* of meer aandeelen tot *drie* stemmen; zoodanig, dat niemand, meer dan *drie* stemmen zal mogen uitbrengen, welke ook het getal zijner aandelen boven de *drie* mogt zijn. (...)’¹²⁴

als NV en werd de zuiver privaatrechtelijke actiëncompagnie van de 18^e eeuw als CV aangezien. In dat geval is de argumentatie nog steeds onjuist, maar valt in zoverre voor deze opmerking begrip op te brengen dat aan het einde van de 18^e eeuw over het karakter van de actiëncompagnie veel onzekerheid bestond.

122. Voorduin VIII (1840), 173; zie ook 172.

123. Voorduin VIII (1840), 180. Wel was het toegestaan dat de balans werd goedgekeurd door een commissie van aandeelhouders, niet zijnde commissarissen.

124. Over dit reglement in de praktijk: Van Houten 1889, 36 e.v.

99 Bestrijding door Van Hall. De oprichtingsperikelen en de rechts-onzekerheid die met het nieuwe beleid werden gecreëerd leidden ertoe dat nauwelijks nog NV's werden opgericht. Enkele Amsterdamse kooplieden die toch al niet op goede voet met de koning verkeerden tekenden protest aan.¹²⁵ De meest principiële bestrijding was afkomstig van Van Hall die in zijn 'Verdediging van de onafhankelijkheid des handels bij het oprigten van naamlooze maatschappijen' (1834) ongeveer iedere stelling uit de memorie bestreed.¹²⁶ Evenals het protest van de Amsterdamse kooplieden getuigt deze liberale Amsterdamse advocaat en latere minister van financiën van een fundamenteel tegengestelde opvatting over de rol van de taak van de overheid bij de oprichting van vennootschappen en over de wijze van inrichting van het vennootschapsrecht. Contractsvrijheid en *laissez faire* staan voorop en dienen slechts in zeer bijzondere gevallen te wijken voor regulering.¹²⁷ Daarmee openbaarde zich een liberaal spanningsveld dat nog tot in de 21^e eeuw zichtbaar zou blijven: op basis van de contractsvrijheid kan men een minimum aan overheidsinvloed bepleiten en vrijheid van inrichting verdedigen; tegelijk zouden veel liberalen uitgaan van een vooropgezet democratisch – door de corporatieve gedachte beïnvloed – vennootschapsideaal waarin de belangen van aandeelhouders voorop zouden staan.

Ik concentreer mij op Van Halls kritiek op de volgens de regering gewenste versterking van de positie van minderheidsaandeelhouders. Naar het oordeel van Van Hall had de gemiddelde aandeelhouder geen bescherming van de overheid nodig. In de uitgedunde kring van kooplieden zou misbruik nauwelijks voorkomen.¹²⁸ Bovendien had de gemiddelde aandeelhouder volgens Van Hall geen overheidsbescherming nodig, omdat:

125. Voorduin VIII (1840), 159–166; Van Zanden & Van Riel 2004, 160 ev.

126. Van Hall 1834.

127. 'Ik geloof te mogen vaststellen, dat bij de Wet aan de Regering, die deswege niet verantwoordelijk is, geene bevoegdheid tot de uit den aard der zaak altijd willekeurige bemoeijng met, en inmenging in, de zaken van bijzondere personen mag of moet toegekend worden, dan voor zoo verre *eene volstreckte noodzakelijkheid*, uit het algemeen belang voortspruitende, bestaat; en dat vooral in een Land, hetwelk grootendeels van den Koophandel bestaan moet, dit beginsel omtrent Handelszaken met de meeste gestrengheid behoort te worden vastgehouden. Slechts volstreckte noodzakelijkheid, uit het algemeen belang voortspruitende, kan wettigen, dat de natuurlijke vrijheid, die ieder burger heeft om over zijne eigene bijzondere belangen te beschikken, belemmerd worde. Dit beginsel zal, geloof ik, nergens, maar althans niet in ons vrije Vaderland, worden tegengesproken; bij de handhaving daarvan heeft niet alleen de burgerlijke vrijheid, maar ook de welvaart der ingezetenen, het grootste belang. Vooral behoort men daaromtrent altijd kiesch en moeilijk te zijn in een Land van Koophandel, waar de gulde spreuk van "*laissez faire*," door ieder zaakkundige aangeprezen, geene ontwikkeling moest behoeven.' (Van Hall 1834, 28–29).

128. Van de 80 vennootschappen die in 20 jaar te Amsterdam waren opgericht, waren slechts twee gefailleerd. (Van Hall 1834, 74–75)

‘(...) een groot gedeelte der deelhebbers van zulke [Naamlooze] Maatschappijen tot den handelstand behooren; en tot welke klasse behoort het overig gedeelte? Zelden of ooit, ik beroep mij op de ondervinding, wordt door iemand daaraan deelgenomen, met het vooruitzicht van groote winsten; al wie deze bejaagt, vindt daartoe aan de effecten-beurs eene ruime en dikwerf, helaas! al te gevaarlijke gelegenheid. Het is, of vriendschap voor den persoon van den Directeur, welken men wenscht te helpen, óf begeerte om bij te dragen tot eene zaak, welke men nuttig en goed oordeelt, die vele deelhebbers beweegt; en die deelhebbers behooren allen tot de rijke of gegoede burgerklasse, want bij andere vindt men natuurlijkerwijze geen geld.’¹²⁹

Deze schets van het aandeelhoudersbestand van de gemiddelde NV bevestigt het beeld van de NV als semi-open vennootschap, wier aandelen niet aan de beurs werden verhandeld, maar die toch een aanzienlijk aantal aandeelhouders kende. Wat voorts opvalt is de gelijkenis met de praktijk tijdens de voorcompagnieën waarbij ook de directeuren, destijds bewindhebbers, het initiatief namen tot de oprichting van een vennootschap en vervolgens geld werven in hun persoonlijke bekendenkring. In theorie moge de vennootschap inmiddels worden beschouwd als een associatie van aandeelhouders die optraden als lastgevers van bestuurders, de praktijk stemde daarmee niet overeen.

Anders dan de regering, wijst Van Hall ingrijpen bij de benoeming van directeuren en commissarissen af, waarbij hij *en passant* de gelijkstelling tussen directeuren en commissarissen als lasthebbers van de aandeelhouders verwerpt. Tegenover de bescherming van aandeelhouders bij de benoeming van directeuren plaatst Van Hall juist de contractsvrijheid:

‘Zoo werd (...) de (...) stelling gehandhaafd, dat Directeuren, in geval van vacatures, niet door Commissarissen, maar alleen door de deelhebbers kunnen worden benoemd, en tot staving daarvan, uit Art. 31 van het Wetboek van Koophandel, volgens hetwelk Directeuren slechts mandatarissen zijn, geredeneerd en gezegd, dat mandatarissen evenmin zich zelve (wie verlangt dit?) als hunne ambtgenoten kunnen kiezen of aanstellen. Maar zou het dan in de eerste plaats zoo zeker zijn, dat deze bepaling der wet niet zou behooren onder die, waarvan partijen bij eene overeenkomst, die tusschen hen wet wordt, mogen afwijken? Alleen aan die wetten toch, waarbij de openbare orde en de goede zeden belang hebben, kan niet worden gederogerd. In de tweede plaats merk ik op, dat het den lastgever vrijstaat, zijnen lasthebber de magt van assumptie en substitutie te geven, terwijl de

129. Van Hall 1834, 42.

aandeelhouders, oorspronkelijk het regt van benoeming bezittende, dat aan een' ander mogen overdragen.'¹³⁰

Van Halls verzet tegen de gelijkstelling van bestuurders en commissarissen als een zelfde soort lasthebbers van de aandeelhouders brengt vervolgens met zich dat de goedkeuring van de jaarbalans ook niet dwingend aan de AVA kan worden opgedragen. De goedkeuring van de balans door de AVA zou volgens Van Hall in de praktijk inefficiënt zijn:

'Er is geen twijfel, of, zoodra men door de uitdrukking 'Directie eener Maatschappij' wil verstaan het geheel van het algemeen Bestuur derzelve, en ieder, die eenigen last van de Deelhebbers bezit, omdat hij namens hen handelt, daaronder wil begrijpen, ook de Commissarissen een gedeelte van die Directie zullen uitmaken. Dit is echter niet het denkbeeld, dat aan die uitdrukking gewoonlijk gehecht wordt. Er zijn zeker sommige Maatschappijen, waarin Commissarissen eene soort van medebeheer uitoefenen en omtrent zoodanige is ook zelden of ooit de goedkeuring der balans uitsluitend aan Commissarissen opgedragen geworden; doorgaans echter is dit het geval niet, en men verstaat door Directie alleen dien persoon of personen, welke de teekening en het onmiddellijk beheer eener Maatschappij uitoefenen, terwijl men juist daarom in eenen Maatschappij Commissarissen benoemd, *om het toezigt over die Directie te houden*. Dit (...) sluit reeds de mogelijkheid uit, dat Commissarissen tevens Bestuurders zouden zijn, of een gedeelte der Directie uitmaken. Doch al wilde men nu (...) de Commissarissen als een gedeelte der Directie (...) beschouwen, dan zou het immers altijd eene waarheid zijn, dat zij *dat gedeelte* daarvan uitmaken, hetwelk tot niets anders bevoegd (...) is, dan om over het andere gedeelte te waken en toezigt te houden, en dan volgt daaruit reeds dadelijk, dat het onderzoeken en goedkeuren namens de deelhebbers, van welke zij tot dat bepaalde einde lasthebbers zijn, juist binnen hunne attributen valt (...). [Het is] dan het gedrag, *van het handelend gedeelte der Directie*, dat door het daartoe bepaaldelijk gemagtigde gedeelte van de Maatschappelijke Directie onderzocht, en hetzij afgekeurd, hetzij goedgekeurd wordt; die afkeuring of goedkeuring is verbindende voor de deelhebbers, juist (...) omdat namelijk de Commissarissen de mandatarissen zijn van die deelhebbers, die (...) gerekend worden, zelve gedaan te hebben, wat door hunne daartoe gemagtigde lasthebbers verrigt is. De gronden derhalve, waarop dit stelsel der Administratie gegrond is, kunnen den toets van een regtskundig onderzoek niet doorstaan. (...) Mogt die Regering echter de zedelijke bevoegdheid hebben, zich daarmede af te geven, zoo zou het niet moeilijk vallen, haar te bewijzen, dat een onderzoek de balance door Commissarissen

130. Van Hall 1834, 103.

(...) eenen oneindig beteren waarborg, vooral in eene Assurantie-compagnie, oplevert, dan die, welken men waant te vinden in een onderzoek door de massa van deelhebbers zelve; en zulks omdat het teedere en moeilijke onderzoek van eene Assurantie-balance niet kan plaats hebben op eene groote Vergadering, en dat Commissarissen, wanneer alles aan hen alleen is opgedragen, veel beter te onderzoeken, dan wanneer hunne verantwoordelijkheid niet op het spel staat.¹³¹

Van Hall keerde zich tot slot tegen het verplichte stemplafond en brak een lans voor de gebruikelijke plutocratische (proportionele) wijze van stemuitoefening die aan controlerende aandeelhouders een sterke positie gaf.¹³²

Uit het bovenstaande blijkt dat de aanscherping van het preventieve toezicht in de laatste jaren voor invoering van het WvK leidde tot een scherp conflict tussen twee tegengestelde visies op het vennootschapsrecht. De regering vertolkte de visie van de vennootschap als associatie van aandeelhouders. Deze visie was beïnvloed door het Franse vennootschapsrecht dat zich had ontwikkeld uit besloten vennootschappen en dat via de Franse revolutie was beïnvloed door de gedachte van een democratische ledenorganisatie. De regering beschouwde het tot haar taak om derden in het verkeer te beschermen tegen de risico's die zijn verbonden aan de beperkte aansprakelijkheid. Tevens beoogde de regering (externe) minderheidsaandeelhouders te beschermen. Deze opvatting werd weliswaar aangehangen door de regering, maar was niet in overeenstemming met de traditionele liberaal-regenteske praktijk die zich juist verzette tegen inmenging door de overheid en die contractsvrijheid plaatste boven bescherming van aandeelhouders en crediteuren. Weliswaar werd de analogie van de lastgeving in theorie door deze laatste groep geaccepteerd, maar in de praktijk werd nog vastgehouden aan de Hollandse traditie volgens welke kooplieden hun eigen geld en dat van derden in de vennootschap

131. Van Hall 1834, 161–162 (curs. origineel). Van Hall doet een opmerkelijk beroep op het toenmalige staatsrecht dat het stemrecht slechts toekende aan vermogenden: 'Het zou eene ongerijmdheid zijn [indien] vijf deelnemers, die te zamen voor vier en tachtig duizend gulden belang hadden bij eene Maatschappij van honderd duizend gulden, zouden kunnen overstemd worden door zes anderen, waarvan er vijf, ieder drie aandelen, en de overige één, te zamen zestien aandelen bezaten. Ten opzichte van den Burgerstaat zou men kunnen uitgaan van de stelling, dat de vrijheid en de verdere staatkundige regten aan ieder burger, hij zij rijk of arm, even dierbaar en belangrijk zijn, en op grond daarvan zou men, zonder verschil van aanzien en vermogen in aanmerking te nemen, het stemregt aan allen gelijkelijk kunnen toestaan; en echter heeft ook ons staatsregt meerderen invloed aan de eigenaars van bezittingen toegekend. En zou men dan in Handel-Maatschappijen, waarin de persoonlijke aansprakelijkheid van ieder tot het bedrag zijner actiën bepaald is, een persoonlijk regt toekennen, dat niet in verband staat met de voorwaarde der aansprakelijkheid? Dit druicht dadelijk in tegen het gronddenkbeeld en tegen den aard van Compagniën met actien.' (Van Hall 1834, 180–181)

132. Van Hall 1834, 180–181.

inbrachten en de zeggenschap over de vennootschap aan henzelf voorbehielden. Deze visie is niet zozeer ontstaan uit de kleine besloten vennootschap zoals in Frankrijk, als wel uit de grotere open vennootschap die in Nederland een sterkere traditie had dan in Frankrijk. De tegengestelde opvattingen kunnen mogelijk tevens worden verklaard uit het feit dat in Nederland, anders dan in Frankrijk, misbruik van de kapitaalvennootschap betrekkelijk zeldzaam is geweest. Misschien hield dit verband met de sociale controle onder de geconcentreerde koopliedenstand in de Nederlanden.

100 Totstandkoming van het WvK. De richtingenstrijd sloeg ook over naar de Tweede Kamer, waar veel tegenstand bleek te bestaan tegen de wijze waarop het preventief toezicht werd uitgeoefend.¹³³ Het wetsvoorstel dat aan het preventieve en doorlopende toezicht een wettelijke basis beoogde te geven, stuitte op overwegende bezwaren, waardoor het niet werd aangenomen.¹³⁴ In april 1835 diende de regering een nieuw ontwerp in en kwamen de contouren van het compromis in beeld. Het doorlopende toezicht, ingevoerd bij het KB van 1833, zou worden afgeschaft. Hiervoor in de plaats kwam een hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders in geval van overtreding van de statuten.¹³⁵

Hiertegen kwam Van Hall andermaal in het geweer.¹³⁶ In oktober 1835 diende de regering een volgend ontwerp in waarin de bepalingen over de NV in een aparte afdeling waren ondergebracht; dit is het ontwerp dat uiteindelijk is ingevoerd en waarvan de belangrijkste bepalingen in Bijlage II zijn opgenomen.¹³⁷ De regering deed een nieuwe concessie met de bepaling dat de koninklijke bewilliging niet kon worden geweigerd, indien de akte zou voldoen aan de wettelijke eisen en niet zou strijden met de openbare orde en goede zeden.¹³⁸ Inhoudelijk hield de regering voet bij stuk door enkele bepalingen uit het KB van december 1833 in de wet op te nemen.

In een belangrijk opzicht ging de regering zelfs een stap verder dan het KB. Dit betrof art. 37 lid 1 WvK, handelend over de benoeming van bestuurders en

133. Voorduin VIII (1840), 185–200.

134. Destijds had de Tweede Kamer geen recht van amendement. (Van Houten 1889, 42)

135. Voorduin VIII (1840), 204–205; 225–226; 284–286.

136. Van Hall 1835. Van Hall meldt op p. 11 dat de oprichting van NV's sinds het verscherpte toezicht ongeveer is stilgevallen: afgezien van de publicatie van goedkeuring van de statuten in januari 1834 van 2 NV's (waarschijnlijk was het goedkeuringsbesluit reeds genomen vóór het KB van december 1833), was er in Amsterdam in anderhalf jaar geen NV opgericht en in Rotterdam slechts één; in dezelfde periode waren er in Amsterdam vijf of zes assurantie-maatschappijen als CV opgericht.

137. Voorduin VIII (1840), 223–226 bevat de MvT.

138. Voorduin VIII (1840), 233.

commissarissen. Hieraan werden welhaast terloops drie belangrijke woordjes toegevoegd (curs. MdJ):

‘De vennootschap wordt beheerd door daartoe, *door de vennoten*, aangestelde bestuurders, deelgenooten of andere, al dan niet loontrekkende, met of zonder toezigt van commissarissen.’¹³⁹

Deze belangrijke toevoeging is in de MvT niet toegelicht en is mogelijk onopgemerkt gebleven tijdens de parlementaire behandeling.¹⁴⁰

Voorts werd in art. 52 opgenomen dat de jaarrekening door de commissarissen kon worden goedgekeurd, mits zij uitsluitend toezichthoudende taken vervulden en niet waren belast met enig beheer. Indien de commissarissen andere dan toezichthoudende taken hadden, moest de jaarrekening worden goedgekeurd door de aandeelhouders of door enkele personen die daartoe zouden worden aangewezen in de akte van oprichting. Bovendien werd in art. 55 bepaald dat de bestuurders eenmaal per jaar verantwoording moesten afleggen aan de aandeelhouders. Dit kon geschieden in een algemene vergadering, door toezending van een staat aan iedere aandeelhouders, of door deze ter inzage te leggen. Art. 55 is overigens de enige bepaling in het WvK waar wordt gerept van een algemene vergadering; hoewel een aandeelhoudersvergadering gebruikelijk was, wordt deze niet met zo veel woorden voorgeschreven door de wet.

Tot slot stelde de regering voor om het stemplafond uit het reglement in aangepaste vorm ook in de wet op te nemen (art. 54; zie Bijlage II). Deze stemrechtbeperking week niet af van hetgeen in Frankrijk, Duitsland, Engeland en de VS gebruikelijk was.¹⁴¹ Nederland vormde wel een uitzondering door de rigiditeit van de stemrechtbeperking, niet alleen inhoudelijk, maar vooral ook door het feit dat de beperking in de wet was vastgelegd. Waar het degressieve en democratische stemrecht elders in de loop van de 19^e eeuw zou plaatsmaken voor het plutocratische (proportionele) beginsel, zou in Nederland de strenge regel nog tot 1928 blijven gelden (en op grote schaal worden ontdoken).

Zo bestond uiteindelijk het compromis vooreerst uit de bepaling dat de koninklijke bewilliging slechts kon worden geweigerd wegens strijd met wet, openbare orde of goede zeden. In de tweede plaats werd het doorlopende toezicht vervangen door een sanctie van bestuurdersaansprakelijkheid. Ten derde werden enkele bepalingen uit het KB van 1833 in de wet opgenomen. Dit compromis kon op voldoende steun in de beide kamers rekenen en werd in

139. Voorduin VIII (1840), 283.

140. De vragen die in de Tweede Kamer naar aanleiding van het ontwerp art. 37 zijn gesteld hebben in ieder geval niet op deze toevoeging betrekking. (Voorduin VIII (1840), 284)

141. Dunlavy 2004, 85.

HOOFDSTUK 4

december 1835 aangenomen.¹⁴² In 1838 trad het Nederlandse Wetboek van Koophandel in werking. Van Hall c.s. hadden in het conflict weliswaar enkele scherpe kantjes kunnen afslijpen van de voorstellen van de regering, maar zij hebben hun visie op de vennootschap uiteindelijk niet kunnen doorzetten. Het conflict tussen wetgever en praktijk was althans in theorie beslist in het voordeel van de eerste. Of de praktijk zou veranderen, komt in het volgende hoofdstuk aan de orde.

142. Voorduin VIII (1840), XLV–XLVI.

Hoofdstuk 5. De broedplaats van het moderne vennootschapsrecht: 1838~1910

101 Inleiding. Tussen 1838 en 1910 maakte het NV-recht een grote ontwikkeling door. Was het WvK van 1838 nog gestoeld op het Franse recht, geleidelijk kwam Nederland meer onder Duitse invloed te staan. Domineerde tijdens de totstandkoming van het WvK nog het neo-mercantilisme van Willem I, spoedig zegevierde in heel Europa het liberalisme en gingen de grenzen open. Het vennootschapsrecht van de 19^e eeuw werd sterk beïnvloed door liberale ideeën over een democratische staatsinrichting. In dezelfde periode ontworstelde Nederland zich langzaam uit de laagconjunctuur van de eerste decennia van de 19^e eeuw. Vanaf ongeveer 1860 hield de groei gelijke tred met het gemiddelde in Europa en nam de welvaart geleidelijk toe.

Om het decor te tekenen tegen de achtergrond waarvan het vennootschapsrecht zich in de 19^e eeuw ontwikkelde, kiest § 5.1 een extern perspectief. Na schets in vogelvlucht van de economische ontwikkelingen (§ 5.1.1), passeren de liberale (her)codificaties vanaf de jaren 1860 (§ 5.1.2) en de *corporate governance*-discussie naar aanleiding van de Duitse *Gründerkrise* en de Rotterdamse Pincoffs-affaire de revue (§ 5.1.3).

In § 5.2 en 5.3 staat het materiële vennootschapsrecht centraal. § 5.2 laat zien hoe in de 19^e eeuw een algemeen begrip van rechtspersoonlijkheid ontstond. De discussie over rechtspersoonlijkheid wordt zo veel mogelijk toegespitst op de aspecten die van belang zijn voor de NV en de positie van aandeelhouders.¹ Zij die de rechtspersoonlijkheid van de NV ontkenden, beschouwden de aandeelhouders als partijen bij een overeenkomst tussen vennoten en als deelgenoot in een zakenrechtelijke gemeenschap. Volgens voorstanders van rechtspersoonlijkheid maken aandeelhouders niet alleen deel uit van de vennootschap, zij komen ook *tegenover* de vennootschap te staan als houders van rechten en plichten. Daarmee verandert ook de positie van de AVA in de interne verhoudingen.

Aangezien het Nederlandse recht aanvankelijk vooral onder Franse, en later onder Duitse invloed stond, zal ik deze landen in mijn beschouwing over rechtspersoonlijkheid betrekken (§ 5.2.1), alvorens het Nederlandse recht te behandelen (§ 5.2.2). De Duitse rechtsleer, die voortbouwt op de *universitas*,

1. Voor een uitvoerige studie naar rechtspersonen in de Franse, Nederlandse en Duitse wetgeving van de 19^e eeuw, zie Huussen-de Groot 1976. Voor een overzicht van de verschillende rechtspersoonlijkheidstheorieën van de 19^e en 20^e eeuw: Asser/Scholten 1 (1940); Coing II (1989), 224 e.v.

zou bovendien in de 20^e eeuw van betekenis zijn voor het ontstaan van de institutionele vennootschapsleer. De institutionele leer, die de NV niet beschouwt als contract maar als vennootschapsorde, heeft vervolgens weer gevolgen gehad voor de positie van aandeelhouders in de 20^e eeuw.

De interne vennootschapsverhoudingen worden in § 5.3 onder de loep genomen. Na een analyse van de rechtsverhouding tussen AVA en bestuur en tussen AVA en RvC onderzoek ik de feitelijke machtsverhoudingen in het licht van het doorgaans geconcentreerde aandeelhoudersbestand. Het geconcentreerde aandelenbezit roept de vraag op hoe de rechten van minderheidsaandeelhouders zich verhouden tot het meerderheidsbeginsel.

Dit hoofdstuk beslaat in beginsel de periode van 1838 tot ongeveer 1910. In 1910 werd het eerste ontwerp voor een nieuw vennootschapsrecht gepubliceerd, terwijl vanaf de Eerste Wereldoorlog de zeggenschapsverhoudingen bij veel NV's zouden veranderen door de introductie van nieuwe beschermingsconstructies. De bescherming door Koninklijke Olie (1898) valt dan ook veeleer als opmaat voor de 20^e eeuw te beschouwen dan als afsluiting van de 19^e en wordt daarom in het volgende hoofdstuk behandeld. Ook de vennootschapstheorieën van Petrażycki, Passow en Steinitzer (rond 1907) passen beter bij de vroeg 20^e-eeuwse beursvennootschap, dan bij de NV uit de 19^e eeuw en komen in dit hoofdstuk niet aan de orde.

5.1 De NV in de vaart der volkeren

5.1.1 *Accelererende groei.*

102 Schets economische ontwikkelingen. Het WvK werd ingevoerd aan de vooravond van twee decennia van economische stagnatie en hervormingen. De vruchten van deze hervormingen zouden pas vanaf ongeveer 1860 worden geplukt, toen een periode van lange en toenemende groei werd ingezet die zou voortduren tot na de Eerste Wereldoorlog.²

In 1838 was het echter nog lang niet zover: na een aanvankelijk succes traden de nadelen van het cultuurstelsel duidelijker aan het licht.³ De gevolgen van de onafhankelijkheid van België deden zich steeds duidelijker gevoelen. De voormalige zuidelijke provincies waren verder geïndustrialiseerd dan de noordelijke. Toen het noorden ook voor wat betreft de industrie op eigen benen moest staan, kwam de achterstand op de buurlanden pijnlijk aan het licht. Acuter waren de weggevallen zuidelijke belastinginkomsten op een moment

2. Prak & Van Zanden 2013, 218 e.v.

3. Nog daargelaten de uitbuiting van de locale Indische bevolking, bleek het cultuurstelsel niet immuun voor corruptie, terwijl het vrije ondernemerschap erdoor werd beperkt. (Van Zanden & Van Riel 2004, 115 e.v.; 174 e.v.; 223)

waarop de inkomsten uit Indië tegenvielen en de financiële gevolgen van de politiek van Willem I rond 1840 in volle omvang duidelijk werden.⁴ De staatsschuld liep op tot meer dan 300% van het BNP, terwijl in de jaren '40 maar liefst 60–65% van de overheidsuitgaven bestond uit rentebetalingen.⁵ Onder aanvoering van minister van financiën Van Hall – wij ontmoetten hem al in nr. 99 – werd de staatsschuld vanaf 1842 voortvarend gesaneerd, zodat deze daalde tot ongeveer 60% van het BNP in de jaren 1860.

De hoge staatsschuld vormde een grote belemmering voor de economische ontwikkeling en verklaart mede waarom in deze periode de industrialisatie verder achterbleef bij naburige landen. Daarnaast droegen de mercantilistische politiek van Willem I, het cultuurstelsel,⁶ het gebrek aan eigen grondstoffen, lage educatie en de zachte bodem die de aanleg van spoorwegen en andere infrastructuur belemmerde, bij aan de relatief late Nederlandse industrialisatie.

De jaren '40 en '50 waren niet alleen een periode van economische stagnatie, maar ook één van liberale hervormingen die aan de basis zouden liggen van latere voorspoed.⁷ Onder leiding van Thorbecke werd de grondwet hervormd en de controle op de uitvoerende macht verbeterd. Het cultuurstelsel werd geleidelijk afgebouwd en belastingen en importheffingen werden verlaagd of afgeschaft.⁸ De hervorming van het muntstelsel droeg bij aan het vertrouwen in De Nederlandsche Bank die haar activiteiten uitbreidde tot buiten de regio Amsterdam,⁹ terwijl een nieuwe Postwet (1850) en de aanleg van telegraafverbindingen de telecommunicatie verbeterden.¹⁰ Nadat de problematische overheidsfinanciën de aanleg van infrastructuur in de jaren '40 en '50 hadden belemmerd, werden vanaf de jaren '60 veel nieuwe spoorwegen aangelegd.¹¹

Gesteund door een sterke bevolkingsgroei, en groeiende inkomsten uit Indië zou de economie vanaf de jaren '60 de vruchten plukken van de grondige hervormingen.¹² Al bleef de industrialisatie tot ongeveer 1890 achter bij omringende landen,¹³ dankzij de internationaal georiënteerde transport- en dienstensector zou Nederland toch volop profiteren van de buitenlandse industrialisatie en internationale hoogconjunctuur.

4. Van Zanden & Van Riel 2004, 171 e.v.

5. Wintle 2000, 137; Van Zanden & Van Riel 2004, 176.

6. Van Zanden & Van Riel 2004, 223.

7. Van Zanden & Van Riel 2004, 188 e.v.

8. Van Zanden & Van Riel 2004, 183 e.v.; Sluyterman 2003, 52.

9. Van Zanden & Van Riel 2004, 210 e.v.

10. Van Zanden & Van Riel 2004, 214 e.v.

11. Van Zanden & Van Riel 2004, 203 e.v.

12. Van Zanden & Van Riel 2004, 266 e.v.; 305 e.v.; Wintle 2000, 9. Tussen 1849 en 1920 groeide de bevolking van ruim 3 miljoen tot 6,9 miljoen, hetgeen aanzienlijk boven het Europese gemiddelde lag.

13. Wintle 2000, 178 e.v.

De conjunctuur beleefde een hoogtepunt tussen 1865 en 1875 en in deze periode kwam de industrialisering eindelijk goed op gang. Na een kleine terugslag rond 1890 hervond de hoogconjunctuur haar weg en maakte de industrie een exponentiële groei door.¹⁴ Tussen 1889 en 1909 groeide het aantal werknemers in de industrie met 44%.¹⁵ In 1864 kocht Gerard Heineken een Amsterdamse bierbrouwerij, in 1872 openden de families Van den Bergh en Jurgens hun margarinefabrieken die later via de Margarine Unie tot Unilever zouden uitgroeien en in 1891 startte Gerard Philips zijn gloeilampenbedrijf. Koninklijke Olie werd in 1890 opgericht en breidde zich in razend tempo uit.¹⁶ Dankzij de neutraliteit in de Eerste Wereldoorlog kon de hoogconjunctuur aanhouden tot 1920.¹⁷ Tussen 1850 en 1910 steeg het BNP per inwoner met 228%.¹⁸

103 Populariteit NV. In een economie die weinig kapitaalintensief is bestaat niet veel behoefte aan een rechtsvorm die juist in het leven is geroepen om kapitaal te vergaren.¹⁹ De typische ondernemingsvorm in de 19^e eeuw was de VoF die geschikt was voor het kleinschalige of middelgrote familiebedrijf. Wanneer een volgende generatie het bedrijf overnam, kon de VoF worden omgezet in een CV, zodat de gepensioneerde vennoot als commandiet bij de onderneming betrokken bleef.

In hun kapitaalbehoefte konden ondernemingen dikwijls voorzien door ingehouden winsten, kruissubsidies en commercieel krediet.²⁰ Dankzij een efficiënte informele kapitaalmarkt was vreemd vermogen naar verhouding goedkoop, zodat relatief weinig behoefte bestond aan banken die als intermediair konden optreden. Hierdoor was de rol van banken in de Nederlandse economie beperkter dan in Duitsland, België en Frankrijk.²¹

In de praktijk vormde bovendien de CV een aantrekkelijk alternatief als vehikel om eigen vermogen aan te trekken. Tegen het – kennelijk beperkt geachte – risico van hoofdelijke aansprakelijkheid van beherend vennoten stonden belangrijke voordelen. Een CV kon eenvoudig worden opgericht, omdat deze niet afhankelijk was van de koninklijke bewilliging.²² De wettelijke regeling

14. Van Zanden & Van Riel 2004, 295.

15. Sluyterman 2003, 32.

16. Van Zanden & Van Riel 2004, 299 e.v.

17. Wintle 2000, 71 e.v.; 235.

18. Wintle 2000, 73; gemeten in US\$ in 1970 steeg het *per capita* BNP van 481 (1850) – 952 (1910). Ter vergelijking: in deze periode steeg het *per capita* BNP in 1970 US\$ van 660–1302 (VK), 534–1110 (België), 418–958 (Duitsland) en 432–883 (Frankrijk).

19. Jonker 1996, 256.

20. Jonker 1996, 21.

21. Jonker 1995, 21; Wintle 2000, 97 en 121.

22. Ook in Frankrijk genoot de CV in de eerste helft van de 19^e eeuw om die reden populariteit (Tervoort 2013, 102).

voor de CV was flexibeler dan die van de NV en kende geen dwingendrechtelijke bepalingen ter bescherming van vennoten of crediteuren. Art. 54 WvK, dat de proportionele uitoefening van het stemrecht op aandelen in een NV beperkte, was op de CV niet van toepassing. Oprichters konden zich daardoor verzekeren van een doorslaggevende stem in de vergadering van vennoten, zonder dat zij hun toevlucht moesten nemen tot stromannen. Daar komt bij dat participaties in CV's in de praktijk eenvoudig konden worden verhandeld, omdat CV's regelmatig aandelen aan toonder uitgaven. Zo werd de Twentsche Bankvereniging, een van de voorlopers van ABN AMRO, in 1861 mede om deze reden niet als NV, maar als CV opgericht. Een CV verschaftte de oprichtende familie Blijdenstein de mogelijkheid om de controle te behouden en tegelijkertijd kapitaal van derden aan te trekken, wier invloed relatief beperkt bleef.²³ Ondanks dat de uitgifte van aandelen aan toonder door een CV omstreden was,²⁴ werden deze aandelen zelfs op de beurs verhandeld.

Bovenstaande factoren verklaren waarom de NV een langzame start maakte. In 1860 hadden de 284 Nederlandse NV's tezamen minder dan f 150 miljoen nominaal aandelenkapitaal aangetrokken;²⁵ in 1880 waren er inmiddels 511 NV's met een gezamenlijk nominaal kapitaal van f 320 miljoen.²⁶ Nederland

23. Barendregt 1999, 140; Van Houten 1889, 82.

24. De regering achtte deze praktijk bovendien onwenselijk, zo bleek uit het Ontwerp Jolles uit 1871, een wetsontwerp ter herziening van het vennootschapsrecht (waarover nr. 106). Het Ontwerp Jolles probeerde door een wettelijk verbod een einde te maken aan de uitgifte van aandelen aan toonder door CV's (art. 20). De MvT vermeldde: 'Bijzonder is ook gewaakt tegen de niet onbekende gewoonte van, ten einde de wet te ontduiken, eene naamloze vennootschap op te rigten in den vorm eener commanditaire vennootschap met aandeelen in blanco. Op het voetspoor van Duitschland snijde men deze uitvlugt af, door bij de commanditaire vennootschappen geene aandeelen in blanco toe te laten, en wanneer zij aandeelen op naam uitgeven, omtrent voordragt en openbaarheid de bepalingen toepasselijk te verklaren, die het ontwerp aan de naamloze vennootschappen toeschrijft.' (TK 1871–1872, 65, nr. 3, p. 5. Zie ook p. 11). Blijkens de nota n.a.v. het verslag is het voorgestelde verbod kritisch ontvangen (TK 1871–1872, 65, nr. 4, p. 10–11). Kamerleden wezen op de hoofdelijke aansprakelijkheid van beherend vennoten als voldoende waarborg tegen misbruik. Bovendien werd de oprichting van CV's op aandelen aan toonder gemotiveerd door het ongewenste preventieve toezicht, terwijl dit toezicht volgens het wetsvoorstel juist zou worden afgeschaft.

25. Het grootste deel van dit bedrag betrof het kapitaal van de NHM, de DNB en de verschillende spoorweg-NV's met geplaatst kapitaal van f 30, f 10, respectievelijk f 37 miljoen. De NV Nederlandsche Suikerraffinaderij, op dat moment waarschijnlijk de grootste industriële NV in Nederland had een geplaatst kapitaal van f 2,8 miljoen (Jonker 1996, 257–258). De gehele nijverheid in Nederland kende in 1861 slechts 52 NV's (Frentrop 2002, 173, nt. 11).

26. De spoorwegmaatschappijen hadden in dat jaar ongeveer f 90 miljoen aan aandelenkapitaal hadden aangetrokken, de verschillende banken en handelsmaatschappijen ieder ongeveer f 65 miljoen en scheepvaartmaatschappijen ongeveer f 35 miljoen (Jonker 1996, 257–258).

liep daarmee overigens nauwelijks uit de pas met ons omringende landen: in Frankrijk werden tussen 1808 en 1867 slechts 651 SA's opgericht,²⁷ terwijl Engeland in 1870 slechts 580 *joint stock companies* kende.²⁸ Ook Duitsland kende tot 1870 weinig AG's.²⁹

Met de geleidelijk groeiende economie nam het aantal NV's aan het einde van de eeuw steeds sneller toe. Vaak werden overigens met de oprichting van een NV geen nieuwe bedrijven opgezet. Dikwijls bestonden ondernemingen al tientallen jaren als VoF of CV.³⁰ Met een NV konden (erven van) vennoten hun belang eenvoudiger te gelde maken, en had de onderneming beter toegang tot de kapitaalmarkt om haar investeringen te financieren.³¹

De stijging van het aantal NV's kan echter niet uitsluitend worden toegeschreven aan de economische groei. Vanaf de jaren '60 werd het preventief toezicht versoepeld, terwijl vanaf 1896 officiële ministeriële richtlijnen verschenen.³² Door het vereenvoudigde oprichtingsproces werd de NV als rechtsvorm ook interessant voor kleinere, besloten NV's. Niet langer was de NV de rechtsvorm voor uitsluitend (semi-)open vennootschappen die een grote onderneming voerden. Ook kleine ondernemingen met slechts enkele aandeelhouders hielden zich vanaf de jaren '90 in het kleed van de NV en profiteerden van de bescherming tegen aansprakelijkheid.³³ Dat laat onverlet dat de betekenis van de NV voor de economie zowel in absolute als relatieve zin groeide: terwijl zowel de bevolking als het BNP per inwoner sterk groeide, steeg tussen 1865 en 1910 het percentage van het nationaal vermogen dat in aandelen en obligaties van Nederlandse vennootschappen was belegd van 2% naar 14%.³⁴ Dankzij een efficiënte kapitaalmarkt werd deze groeiende

27. Volgens Guinnane e.a. 2007b, 15 werden tussen 1800 en 1867 642 SA's opgericht.

28. Guinnane e.a. 2007a, 20. Het aantal *joint stock companies* steeg vervolgens tot 1269 (1880), 2.692 (1890) en 4.849 (1900). Daarbij moet worden bedacht dat de *limited partnership*, equivalent van de CV, pas in 1907 werd ingevoerd en dus in de 19^e eeuw geen alternatief voor de *joint stock company* vormde, terwijl in 1862 in Engeland het preventieve toezicht geheel werd afgeschaft. Vgl. Tervoort 2013, 139 e.v.

29. Tijdens de *Gründerzeit* (1870–1873) ontwikkelde zich een grote aandelenluchtbel en werden vele AG's opgericht (nr. 108).

30. Dat gold bijvoorbeeld voor de in nr. 102 genoemde ondernemingen als Heineken (opgericht in 1864, NV in 1873), Van den Bergh (opgericht in 1872, NV in 1895), Jurgens (1872, resp. 1902) en Philips (1891, resp. 1912). (Van Zanden & Van Riel 2004, 299; 301)

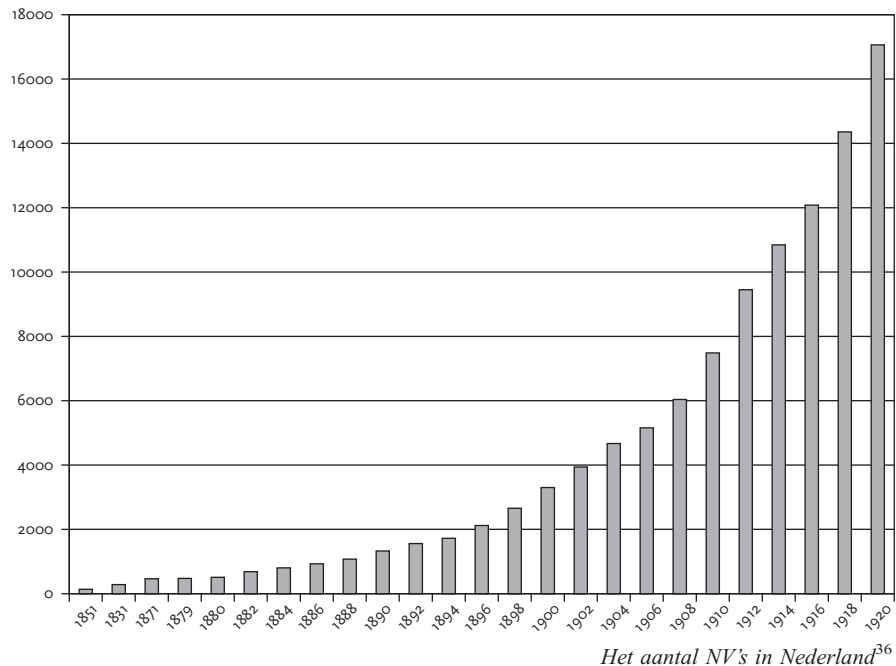
31. Jonker 1996, 158.

32. Jonker 1996, 62 en 258. Bles, ambtenaar bij het departement, publiceerde in 1896 en 1903 de eerste officiële richtlijnen (Bles 1896 en Bles 1903). Vgl. de discussie tussen de neven De Pinto 1864 en Van Nierop 1865 over de goedkeuring van de omstreden statuten van de in 1863 opgerichte Rotterdamsche Bank.

33. Steeg het gemiddelde geplaatste kapitaal per NV van ongeveer f 500.000 in 1860 tot bijna f 700.000 in 1880 (Jonker 1996, 256–258), in 1900 was dit gemiddelde gedaald tot f 239.000 (Schijf 1993, 7. Volgens hem bedroeg het gemiddelde kapitaal in 1880 f 637.000).

34. Wintle 2000, 94. In die periode daalde het percentage belegd in staatsobligaties van 14% tot 5% en steeg het percentage belegd in buitenlandse effecten van 14% naar 21%.

kapitaalbehoefte moeiteloos opgevangen en vormden de stijgende investeringen een drijvende kracht achter de economische groei.³⁵



104 Ontwikkeling beurshandel. Ondanks de ontspoorde overheidsfinanciën kende Nederland nog veel private rijkdom, een letterlijke erfenis van voorbije eeuwen. Hierdoor was de rente relatief laag, de publieke schuld ten spijt. Geld dat binnenslands tegen lage rentetarieven kon worden aangetrokken werd belegd in hoogrentende buitenlandse obligaties en aandelen.³⁷ Aan de Amsterdamse beurs werd bijvoorbeeld gehandeld in (spoorweg)vennootschappen uit Rusland, de VS, Mexico, Egypte, Venezuela en Ecuador.³⁸ Terwijl in 1845 maar liefst 280 spoorwegfondsen aan de Londense beurs werden verhandeld (waarvan er na het uiteenspatten van een luchtbel in 1849 nog 160

35. Wintle 2000, 121–122.

36. Bronnen: Jonker 1996, 62 en 256 (1850, 1860); Levy 1902 (1877–1880); Van Nierop & Baak 1881–1888 en Tekenbroek 1923 (1890–1920).

37. Jonker 1996, 76 en 158; Van Zanden & Van Riel 2004, 213.

38. Steinitzer 1908, 86 haalt een krantenbericht uit 1885 aan waarin de journalist melding maakt van *‘eine unerklärliche Versessenheit des holländischen Publikums, nur im Auslande – beispielsweise an amerikanischen Eisenbahnshares – sein Geld zu verlieren.’*

overbleven)³⁹ was tot ongeveer 1870 het aantal Nederlandse aandelenfondsen aan de beurs op de vingers van twee handen te tellen.⁴⁰ Tot ongeveer 1840 werden alleen aandelen NHM en DNB regelmatig aan de beurs verhandeld. Dit had alles te maken met de late industrialisatie en de efficiënte kapitaalmarkt waardoor langs informele kanalen – bijvoorbeeld via bevriende kooplieden, advocaten, bankiers of leveranciers – eenvoudig eigen en vreemd vermogen kon worden aangetrokken.⁴¹

Uit een door mij genomen steekproef van oprichtingstatuten uit de 19^e eeuw⁴² blijkt dat geregeld 50–200 personen deelnamen aan nieuw-opgerichte NV's – men zou kunnen spreken van 'semi-open vennootschappen'.⁴³ Het zal dan ook niet verbazen dat de Amsterdamse beurs een relatief grote 'grijze markt' kende. Veel aandelen werden verhandeld door middel van incidentele veilingen, bijvoorbeeld in het kader van de afwikkeling van nalatenschappen. *Broekman's Weekblad voor Incourante fondsen* is zelfs speciaal opgericht voor de handel op de 'grijze markt'.⁴⁴ Het onderscheid tussen de grijze markt en de officiële notering was bovendien veel vloeiender dan thans: er waren nauwelijks of geen noteringseisen, de prijscouranten vermeldde dikwijls geen koersen wanneer er lang niet was gehandeld in aandelen van een genoteerd fonds, terwijl sommige niet-genoteerde aandelen juist weer wel frequent via de incurante markt werden verhandeld.

In de laatste decennia van de eeuw veranderde dit geleidelijk. De in 1876 opgerichte Vereniging voor den Effectenhandel (VvdE) vormde het begin van bescheiden zelfregulering. Met de late industrialisatie groeide de kapitaalbehoefte, waardoor meer industriële ondernemingen voldeden aan de noteringseis van een geplaatst kapitaal van f 500.000. Vanaf de jaren 1880 werden de eerste beursemissies gedaan, met een obligatie-uitgifte door de Koninklijke

39. Frentrop 2002, 166.

40. Het Amsterdamsch Effectenblad van 4 januari 1850 meldt De Nederlandsche Bank, NHM, de Nederlandsche Rhijnspoorwegmaatschappij en de Hollandsche IJzeren Spoorwegmaatschappij. Het Nieuw Algemeen Effectenblad van 4 januari 1870 noemt dezelfde fondsen, alsmede De Nederlandsch-Indische Spoorwegmaatschappij, de Maatschappij tot Exploitatie van Staatsspoorwegen, de Amsterdamsche Kanaalmaatschappij en het Paleis voor de Volksvlijt.

41. Jonker 1996, 21. Ook handelskredieten werden regelmatig omgezet in kapitaal, waardoor kruisverbanden ontstonden tussen ondernemingen en hun handelspartners. (Jonker 1996, 118 e.v.)

42. De statuten werden destijds geplaatst in de Staatscourant; bij deze steekproef naar de statuten van ongeveer 70 NV's uit de 19^e eeuw is vanaf de jaren 1880 gebruik gemaakt van de almanakken van Van Nierop & Baak en ligt het accent op grote vennootschappen; in de periode voordien is niet gekeken naar grootte, maar zijn jaarlijks de statuten van één tot twee vennootschappen bestudeerd. Nader en meer gedegen empirisch onderzoek zal nodig zijn om een completer beeld te krijgen van de interne inrichting van vennootschappen uit de tweede helft van de 19^e eeuw.

43. Vgl. Jonker 1996, 127.

44. Jonker 1996, 159

Nederlandsche Beijersche Bierbrouwerij in 1889 verscheen het eerste *industriële* fonds aan de beurs en vanaf halverwege de jaren 1890 bedroegen de jaarlijkse aandelenemissies enkele miljoenen guldens.⁴⁵ Door de gestegen bedrijfswinsten, dalende obligatierendementen en verbeterde jaarverslaggeving verloor het beleggend publiek langzaam zijn aarzeling om in aandelen te investeren.⁴⁶ Preferente aandelen boden daarbij een aantrekkelijke tussenvorm tussen obligaties en aandelen: zij waren risicovoller dan obligaties, maar boden door een winstpreferentie meer zekerheid dan gewone aandelen.⁴⁷ Tezelfdertijd groeide het bankwezen in Nederland en kregen ondernemingen meer mogelijkheden om hun investeringen te financieren.⁴⁸ Dit leidde tot een sterke groei van het aantal beurs-NV's.

De meeste fondsen waren overigens klein vergeleken met veel Engelse, Duitse of Amerikaanse aandelenfondsen. De grote fusiegolf van de jaren 1890 die in Duitsland en de VS had geleid tot grote conglomeraten was aan Nederland goeddeels voorbijgegaan. Anders dan in Duitsland en de VS hadden grote banken in Nederland niet een vergelijkbare positie weten op te bouwen door zichzelf op cruciale posities in het bestuur of de RvC te laten benoemen.

5.1.2 *Liberale codificaties vanaf de jaren 1860*

105 Concurrentie van vennootschapssystemen in de jaren 1860. Had de Franse CdC in de eerste helft van de 19^e eeuw grote invloed uitgeoefend op het vennootschapsrecht in Europa, vanaf ongeveer 1860 was deze uitgewerkt. Staatscontrole op de oprichting van kapitaalvennootschappen paste niet langer in de liberale tijdsgeest. De gewijzigde opvattingen leidden niet alleen in Europa, maar ook in de VS in korte tijd tot veel herzieningen van het nationale vennootschapsrecht.⁴⁹ De verschillende wetsherzieningen werden verder gestuwd door de economische groei in Europa, het slechten van handelsbarrières en de toegenomen internationale handel. Vennootschappen openden vestigingen in het buitenland, zodat plotseling veel geschreven werd over de erkenning van buitenlandse vennootschappen.⁵⁰ (Her)codificaties in het ene land leidden tot hervormingen in het andere: het eerste voorbeeld van concurrentie van vennootschapssystemen kan in deze periode worden aangewezen.

45. Jonker 1996, 158; De Jonge 1968, 303.

46. Camfferman 2000.

47. De Jonge 1968, 303; Frentrop 2002, 208 e.v.

48. De Jonge 1968, 304.

49. Het concessiesysteem werd afgeschaft in Virginia (1860), California (1863), Arizona (1866), Maryland (1868), Illinois (1872), Pennsylvania (1874), New York en New Jersey (1875) en Maine (1876) (Berle & Means 1932, 127).

50. Bijv. Van Nierop 1866; Mom Visch 1866; Asser 1868; Levy 1869. Het vrijhandelsverdrag tussen Frankrijk en Engeland in 1860 leidde bijvoorbeeld tot de komst van veel Engelse ondernemingen naar Frankrijk. (Lefebvre-Teillard 1985, 424)

Tegelijkertijd realiseerden de Europese wetgevers zich dat het preventief toezicht diende ter bescherming van minderheidsaandeelhouders en crediteuren, zodat het toezicht niet kon worden afgeschaft zonder aandacht te besteden aan de positie van deze belanghebbenden. In de jaren 1860 geschiedde dit in de vorm van publicatieverplichtingen en regels van kapitaalbescherming, maar vergeleken met herzieningen later in de 19^e eeuw waren deze nog beperkt: de *laissez faire*-gedachte en de eigen verantwoordelijkheid van beleggers en crediteuren overheerste.

Aan de *laissez faire*-gedachte konden overigens tegengestelde opvattingen worden ontleend. In nr. 99 zagen wij dat het beroep door Van Hall op de contractsvrijheid in 1834 absolute vrijheid van inrichting betekende, hetgeen in de praktijk neerkwam op steun aan de oligarchisch ingestelde koophandelselite. Vanaf de jaren 1860 hief de liberaal-democratische tijdgeest de aandeelhoudersvergadering als hoogste vennootschapsorgaan op het schild.⁵¹ Volgens de heersende liberale gedachte hebben burgers het recht om naar eigen goeddunken handel te drijven en zich daartoe met anderen te verbinden en personen aan te stellen om het bijeengebrachte kapitaal ten nutte te maken. De liberale vrijhandelsgedachte ging zo gepaard met een duidelijk vooropgezette idee van de vennootschapsorganisatie: zoals het soevereine volk een vertegenwoordiging kiest die uit haar midden bestuurders aanstelt, zo stellen soevereine aandeelhouders hun bestuurders aan. Ook in de landen die de NV beschouwden als een contractuele verhouding, slopen corporatieve elementen van de staatsinrichting de vennootschappelijke orde binnen.⁵² De parlementaire democratie werd tot – overigens knellend – sjabloon voor de vennootschapsorganisatie.⁵³

De Engelse *Companies Act* 1862, bestaande uit maar liefst 211 artikelen, schafte het preventief toezicht als eerste af.⁵⁴ Belangrijkste waarborg voor crediteuren en aandeelhouders vormden verschillende publicatieverplichtingen via het handelsregister, zowel ter gelegenheid van de oprichting als erna.⁵⁵ De *Companies Act* gaf verder aan aandeelhouders die 10% van het kapitaal vertegenwoordigden het recht om de *Board of Trade* te verzoeken een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken in te stellen.⁵⁶ Na een

51. Steinitzer 1908, 60 e.v.

52. Vgl. Steinitzer 1908, 59 e.v. en 154 e.v.; Tekenbroek 1923, 34–35.

53. De parallel met de vertegenwoordigende democratie ging verschillende opzichten niet op. Zo kent de parlementaire democratie een extra laag: het volk kiest het parlement, en het parlement houdt toezicht op de regering. In de NV kiest de AVA het bestuur. In de tweede plaats tendeerde de 19^e eeuw in de richting van het plutocratische (proportionele) stemrecht, terwijl de democratie juist bewoog in de richting van algemeen kiesrecht, ongeacht financiële gegoedheid. Vgl. nr. 44, hoofdtekst en nt. 251.

54. Sinds de *Companies Act* van 1856 stelde het Engelse preventieve toezicht nog weinig voor (Lefebvre-Teillard 1985, 424).

55. Van Nierop 1866, 89 e.v.

56. Art. 56 e.v., waarover Van Nierop 1866, 118; Mom Visch 1866, 595. Via het Ontwerp Kist kwam het enquêterecht uiteindelijk in de wet van 1928 terecht (Kist e.a. 1890, 46; 113–114).

bankencrisis in 1866 volgde spoedig de *Companies Act* 1867 met verdere regels ter bescherming van crediteuren en beleggers.⁵⁷

De Engelse herziening leidde in 1867 tot afschaffing van het preventieve toezicht voor de Franse SA.⁵⁸ Een eerdere wijziging in 1863 die de oprichting van de *société à responsabilité limitée* zonder overheidstussenkomst had mogelijk gemaakt bleek onvoldoende om de concurrentie met de *joint stock companies* het lijf te bieden.⁵⁹

Valt er een direct verband aan te wijzen tussen de afschaffing van het preventieve toezicht in Engeland en in Frankrijk, de Engelse invloed op de Franse wet van 1867 bleef voor het overige beperkt.⁶⁰ De wet van 1867 codificeerde handelsgebruiken en een deel van de jurisprudentie van de *Conseil d'État* die was ontstaan bij de uitoefening van het preventieve toezicht.⁶¹ Daarnaast bevatte de wet enkele inhoudelijke vernieuwingen op het gebied van kapitaalbescherming en de aandeelhoudersvergadering. Zo stelde de wet van 1867 buiten twijfel dat de aandeelhoudersvergadering het hoogste vennootschapsorgaan was en schreef de wet voor dat bestuurders door de AVA werden benoemd.⁶² Iedere aandeelhouder kon in deze vergadering ten minste één stem kon uitbrengen, terwijl de wet de ruimte liet voor zowel het plutocratisch als het degressieve stemrecht.⁶³

Ook in Duitsland volgden de ontwikkelingen elkaar in hoog tempo op. Het *Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch* (ADHGB) 'codificeerde' in 1861 het Duitse handelsrecht nog vóórdat het Duitse Rijk in 1870/71 was opgericht: in 1868 hadden 27 van de 31 lid-staten van de Duitse Bond het wetboek ingevoerd.⁶⁴ De *Generalversammlung* werd beschouwd als hoogste orgaan van de vennootschap die blijkens art. 237 waakte over het *Interesse der*

57. Asser 1868.

58. Lefebvre-Teillard 1985, 419 e.v. en 436. Uitzonderingen bleven gelden voor verzekering-maatschappijen (Lefebvre-Teillard 1985, 434).

59. Lefebvre-Teillard 1985, 433. Deze SARL was niet een soort besloten kapitaalvennootschap, maar veeleer een SA die kon worden opgericht zonder preventief overheidstoezicht. De SARL van 1863 moest bij oprichting bijvoorbeeld ten minste zeven aandeelhouders kennen.

60. Naar Engels voorbeeld werd wel verplicht dat een vennootschap bij oprichting ten minste zeven aandeelhouders had; ook werden bepaalde publicatieverplichtingen aan de Engelse wet ontleend (Lefebvre-Teillard 1985, 441; 444).

61. Lefebvre-Teillard 1985, 438.

62. De wet kende drie soorten AVA's: de constitutieve vergadering bekrachtigde na oprichting de statuten en benoemde bestuurders; iedere aandeelhouder kon één stem uitbrengen. Daarnaast kende de wet gewone AVA's en BAVA's, ieder met afzonderlijke quorumeisen. Hier kon zowel het degressieve als het plutocratische (proportionele) stemrecht worden gehanteerd, met dien verstande dat iedere aandeelhouder één stem kon uitbrengen (Horn 1979, 156-159).

63. Lefebvre-Teillard 1985, 372.

64. Pahlow 2007, 241. In Nederland trok het wetboek veel aandacht, niet in het minst dankzij een omvangrijke studie van Levy 1869 die het ADHGB met het WvK vergeleek. Overigens was de Duitse Bond in 1866 reeds opgeheven.

Gesellschaft.⁶⁵ In overeenstemming met de liberale tijdgeest kende het ADHGB van 1861 nog nauwelijks regels van kapitaalbescherming, terwijl de interne organisatie voornamelijk van regelend recht was.⁶⁶

Was na lange deliberatie besloten om de voorafgaande *staatliche Genehmigung* te vereisen voor de geldige oprichting, in 1870 werd deze gelet op de Engelse en Franse ontwikkelingen weer afgeschaft.⁶⁷ In de plaats daarvan kwamen enkele nieuwe dwingende regels ter bescherming van crediteuren en aandeelhouders.⁶⁸ Naar Frans voorbeeld stelde de *Novelle* van 1870 een oprichtersvergadering verplicht die de benoeming van de eerste directeuren bekrachtigde.⁶⁹ Teneinde in het belang van de kleine aandeelhouders het toezicht op het bestuur te versterken werd een *Aufsichtsrath* verplicht gesteld.⁷⁰

Ook in Italië (1865) en België (1873) werd het vennootschapsrecht herzien en werd in het overheidstoezicht afgeschaft. Men kan gerust spreken van een Europese beweging van door het liberalisme geïnspireerde vennootschapsrechtsherzelingen. Deze beweging heeft ook Nederland bereikt, maar heeft zich hier te lande uiteindelijk niet doorgezet.

106 Ontwerp Jolles (1871). In het vorige hoofdstuk bleek al dat het preventief toezicht in Nederland vanaf ongeveer 1830 zeer omstreken was. Ook na de invoering van het WvK verstomde de discussie niet. In 1841 bepleitte A. de Pinto afschaffing gelet op het risico dat het ministerie bepaalde wetsartikelen anders dan de rechter zou kunnen uitleggen.⁷¹ Naar aanleiding van de versoepeling van het toezicht bij de oprichting van de Rotterdamsche Bank (1863) bepleitte ook zijn broer A.A. de Pinto de afschaffing van de koninklijke bewilliging,⁷² dit in een reactie op de verdediging van het toezicht door zijn neef, Tweede Kamerlid A.S. van Nierop.⁷³ In deze vennootschappelijke familietwist sprak Van Nierops zoon en latere directeur van de Amsterdamsche Bank, Frederik Salomon, zich weer tegen het staatstoezicht uit.⁷⁴ Hij was niet de enige.⁷⁵

65. Levy 1869, 169; Pahlow 2007, 62.

66. Zie nader Renaud 1863, 185 e.v.; 586 e.v.; Pahlow 2007, 265 e.v.; Levy 1869, 147; 152 e.v.

67. Pahlow 2007, 260 e.v.; Renaud 1863, 286 e.v.; Horn 1979, 128; Lieder 2007, 325 e.v en 331.

68. Lieder 2007, 339 e.v.; Engel 1898, 11 e.v.

69. Lieder 2007, 351–352.

70. Lieder 2007, 357 e.v.; Engel 1898, 15 e.v.; vgl. voorts Frentrop 2013, 79.

71. De Pinto 1841, 54.

72. De Pinto 1864. Er zijn ook andere aanwijzingen dat in deze periode het preventieve toezicht werd versoepeld. Vgl. Jonker 1996, 62 en 258.

73. Van Nierop 1865.

74. Van Nierop 1866.

75. Zie bijv. Mom Visch 1866.

De afschaffing van het preventieve toezicht was dan ook de voornaamste aanleiding voor de regering om met het Ontwerp Jolles van 1871 een herziening van het NV-recht voor te stellen; de paragrafen over het bestuur en toezicht zijn in Bijlage III opgenomen.⁷⁶ Het ontwerp is vooral door de Duitse, maar ook door de Engelse en Franse wetten beïnvloed.⁷⁷ Naast de afschaffing van het preventieve toezicht bevatte het ontwerp nieuwe informatieverplichtingen en regels van kapitaalbescherming en werd getracht de belangen van bestuurders parallel te doen lopen met die van de vennootschap.⁷⁸

Het ontwerp was uitvoeriger over de zeggenschap van aandeelhouders dan het WvK (art. 34–39). In de toelichting werd de AVA met zo veel woorden als hoogste macht aangeduid.⁷⁹ Jaarlijks zou het bestuur een AVA bijeenroepen, terwijl ook aandeelhouders die tezamen 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigden een AVA bijeen konden laten roepen.⁸⁰ Bij de uitoefening van het stemrecht gold het plutocratische (proportionele) principe, tenzij de statuten anders bepaalden; het ontwerp schreef niet voor dat ieder aandeel recht gaf op ten minste één stem.⁸¹ Het ontwerp ging uit van het meerderheidsbeginsel, tenzij de wet of statuten anders bepaalden (art. 36).⁸² Het voorstel bevatte nog een interessante regeling ter voorkoming van onverwachte besluiten door een toevallige meerderheid in het geval minder dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd was. Het bestuur en aandeelhouders die tezamen 10% van het kapitaal vertegenwoordigden kregen dan het recht om het besluit in een nieuwe AVA opnieuw ter stemming te brengen.⁸³ Het ontwerp bepaalde voorts dat bestuurders werden benoemd door de AVA en door haar te allen tijde konden worden ontslagen (art. 21). Tijdens de jaarvergadering zou het bestuur verslag doen van het afgelopen jaar onder overlegging van een

76. TK 1871–1872, 65, nr. 3, p. 3.

77. In het verslag wordt verder o.a. verwezen naar de wetgeving in België en zelfs Ohio (TK 1871–1872, 65, nr. 5, p. 36). Anders dan in Duitsland ging het voorstel uit van een facultatieve RvC (art. 33). Opmerkelijk is dat in de toelichting (TK 1871–1872, nr. 5, p. 15) wordt verwezen naar het Engelse recht dat eveneens zou uitgaan van een facultatieve RvC. Een onderscheid tussen *one* en *two tier boards* werd kennelijk nog niet altijd gemaakt.

78. Art. 23, 26 en 27.

79. TK 1871–1872, 65, nr. 3, p. 16.

80. Rechtstreeks ontleend aan § 237 ADHGB.

81. Art. 36; blijkens de toelichting overgenomen uit de Engelse en Duitse wet.

82. Een besluit tot statutenwijziging vereiste een 2/3-meerderheid in een vergadering waarin ten minste de helft van het kapitaal vertegenwoordigd was. Werd dit quorum niet bereikt, dan kon in een volgende vergadering met dezelfde gekwalificeerde meerderheid worden besloten, ongeacht het vertegenwoordigde kapitaal (art. 38). Een besluit tot fusie ('zamen-smelting'), verandering van het 'voorwerp der onderneming', ontbinding of voortzetting zou slechts met eenparigheid van stemmen kunnen worden genomen, tenzij de statuten een 2/3-meerderheid voorschreven (art. 38).

83. In een volgende vergadering zou dan definitief worden besloten ongeacht het vertegenwoordigde kapitaal (art. 39).

balans die vooraf voor aandeelhouders ter inzage zou worden gelegd en die op verzoek aan aandeelhouders werd verstrekt (art. 29).

Hoewel het voornaamste doel van een nieuwe regeling van het NV-recht, de afschaffing van het preventieve toezicht, kamerbreed werd gesteund,⁸⁴ werd het voorstel kritisch ontvangen. Er bestond vooral onenigheid over de vraag of, en zo ja hoe aandeelhouders en crediteuren beschermd moesten worden ter compensatie voor het weggefallen preventieve toezicht.⁸⁵ Volgens sommigen was beleggen naar zijn aard speculatief en boden de beschermende bepalingen slechts schijnzekerheid. Voor anderen gingen deze bepalingen juist niet ver genoeg. Voorstanders van meer dwingende regels en van volledige vrijheid vonden elkaar in hun kritiek op het voorstel. Het voorstel werd spoedig ingetrokken. Misschien kwam het voorstel voor Nederland, waar de economische ontwikkeling achter liep op omringende landen, nog te vroeg. Toch geeft het voorstel een interessante indruk van de toenmalige stand van de ontwikkeling van het vennootschapsrecht.

107 Ontwerp Kist (1890). Het intrekken van het Ontwerp Jolles had niet de noodzaak tot een wetsherziening weggenomen. In 1879 werd de Staatscommissie Kist gevraagd voorstellen tot gehele herziening van het WvK uit te werken.⁸⁶ Door interne twisten gekweld, wist de Staatscommissie haar opdracht pas in 1890 slechts gedeeltelijk te voltooien, onder andere met een voorgestelde vennootschapsherziening, waarvan de belangrijkste bepalingen als Bijlage IV zijn opgenomen.⁸⁷ Het Ontwerp Kist bevatte een groot aantal aan het Duitse en Engelse recht ontleende voorschriften die het weggefallen toezicht moesten compenseren. Vermoedelijk als gevolg van enkele schandalen (zie § 5.1.3) was het Ontwerp Kist aanmerkelijk strenger en gedetailleerder dan het Ontwerp Jolles.

Aan de AVA als de hoogste macht vielen alle bevoegdheden toe die niet aan bestuur, commissarissen of anderen waren toegekend (art. 71).⁸⁸ Ter vergadering mochten alle aandeelhouders het woord voeren, ook de houders van stemrechtloze aandelen (art. 76). Evenals bij het Ontwerp Jolles ging het Ontwerp Kist, behoudens afwijkende statutaire regeling, uit van de plutocratisch uitoefening van het stemrecht (art. 72).⁸⁹ Kenmerkend voor de destijds

84. TK 1871–1872, 65, nr. 5, p. 7.

85. TK 1871–1872, 65, nr. 5.

86. Kist e.a. 1890.

87. Het verschil van inzicht tussen vooral Kist en Molengraaff betrof de vraag of het handelsrecht niet beter kon worden afgeschaft en ondergebracht in het civiele recht. Kist hield vast aan een modernisering van het WvK, terwijl Molengraaff in 1883 in een preadvies voor de NJV afschaffing van het handelsrecht had bepleit. Gelet op dit meningsverschil verzocht de commissie tussentijds van haar taken te worden ontheven. (Kist e.a. 1890, VI–VII)

88. Zie ook Kist e.a. 1890, 102.

89. Kist e.a. 1890, 104.

heersende contractuele leer was dat de statuten slechts konden worden gewijzigd wanneer deze mogelijkheid in de statuten zelf was opgenomen.⁹⁰

De Staatscommissie deed nog enkele andere voorstellen ter versterking van de positie van externe aandeelhouders. In de eerste plaats bevatte het ontwerp enkele tegenstrijdig belang-bepalingen. Art. 75 verplichtte bestuurders en commissarissen zich te onthouden van het uitbrengen van een stem in de AVA, 'wanneer het zaken geldt waarbij zij in die hoedanigheid persoonlijk belang hebben.' Verder ligt in art. 94 de kiem van het huidige art. 2:146 BW: procedures van de vennootschap tegen bestuurders zouden namens de NV worden gevoerd door de commissarissen of andere personen die daartoe door de AVA waren aangewezen.⁹¹ Ten tweede ontleende het Ontwerp Kist aan het Engelse recht de invoering van een vorm van enquêterecht (art. 100).⁹² Aandeelhouders die tezamen 10% van het kapitaal verschaften konden de rechtbank verzoeken een onderzoek te gelasten. Ten derde kende het ontwerp aan aandeelhouders het recht toe om een bestuurder of commissaris *pro rata parte* aan te spreken, indien deze jegens de vennootschap aansprakelijk was wegens onbehoorlijke vervulling van zijn last, maar de schade niet aan de vennootschap was vergoed (art. 96 en 97).^{93, 94}

Het Ontwerp Kist is gevolgd door een grote stilte, vermoedelijk in verband met de onenigheid binnen de commissie en wellicht ook omdat de minister prioriteit gaf aan de invoering van een nieuwe faillissementswet in 1896. Het werk van de Staatscommissie verdween weliswaar in de lade, maar werd daar ook weer uitgehaald bij de voorbereiding van het Ontwerp Nelissen (1910), het eerste van drie ontwerpen ter herziening van het vennootschapsrecht, uiteindelijk voltooid in 1928. Niet zonder reden zou later Visser verzuchten dat men

90. Het besluit vereiste dan 2/3 van de uitgebrachte stemmen (art. 71 en 77).

91. Art. 94 is vermoedelijk ontleend aan § 226 jo. 194 en 195 ADHGB waarin vergelijkbare regels zijn opgenomen (vgl. Levy 1869, 136 en 162). Art. 94 is in gewijzigde vorm worden opgenomen in de wet van 1928.

92. Uit de toelichting blijkt niet dat de commissie zich bij haar voorstel heeft laten inspireren door het Duitse recht, waar sinds 1884 een vergelijkbare regeling in de wet was opgenomen (Levy 1884, 158).

93. Anders dan het Ontwerp Jolles bevatte het Ontwerp Kist geen uitdrukkelijke verplichting van bestuurders tot een behoorlijke taakuitoefening, maar werden als in het oude WvK de regels met betrekking tot lastgeving van overeenkomstige toepassing verklaard. Uit Molengraaff 1889, 425-425 valt op dit punt een meningsverschil tussen Molengraaff en Kist af te leiden.

94. Van deze bevoegdheid zou slechts gebruik mogen worden gemaakt ná de aandeelhoudersvergadering waarin de jaarrekening was besproken over het jaar waarin zich de litigieuze feiten hadden voorgedaan. Indien de desbetreffende bestuurder of commissaris door de AVA is gedechargeerd, zou de decharge niet aan een aandeelhouder kunnen worden tegen-gevoerd, indien hij tegen decharge heeft gestemd en binnen een maand daarvan aantekening heeft laten maken in de notulen van de AVA (art. 97).

hier te lande bij de regeling van het vennootschapsrecht niet met jaren moest rekenen, maar met lustra...⁹⁵

5.1.3 Ontluikende discussie over goed ondernemingsbestuur

*Wer die Augen nicht aufthut, muss den Beutel aufthun!*⁹⁶

108 *Gründerkrach* en Pincoffs-affaire. Terwijl de Tweede Kamer zich het hoofd brak over het Ontwerp Jolles, ontstond in Duitsland een speculatiegolf die bekend staat als de *Gründerzeit*. De nieuwe Duitse staat had een groot deel van zijn staatsschuld afbetaald met herstelbetalingen die hij na de Frans/Duitse oorlog van 1870/1871 van Frankrijk had ontvangen. Veel beleggers investeerden tussen 1870–1873 het vrijgekomen geld in talloze industriële- en spoorwegmaatschappijen. Dit leidde tot sterke koersinflatie, gevolgd door een *crash*, de *Gründerkrach*, en een zware recessie: de *Gründerkrise*.⁹⁷

Zoals bij zo vele luchtballen ging ook deze gepaard met zwendel, vooral in de oprichtingsfase.⁹⁸ De *Aufsichtsrath* die geacht werd tegen deze praktijken te waken werd door de *Gründer* hetzij in de watten én in de luren gelegd, hetzij benoemden grootaandeelhouders zichzelf tot commissaris om hun greep op de vennootschap te versterken.⁹⁹ Dikwijls was het kwaad zelfs geschied vóórdát de vennootschap activiteiten had ontplooid, bijvoorbeeld omdat de waarde van hetgeen de *Gründer* ter storting op hun aandelen hadden ingebracht ver beneden de nominale waarde bleek te liggen, omdat zij ten behoeve van zichzelf voordelen hadden bedongen of het geld van investeerders anderszins hadden verduisterd.

In Nederland groeide de economie gelijkmatiger dan in Duitsland en deed zich dan ook niet een vergelijkbare *Gründerkrise* voor.¹⁰⁰ Niettemin ontstond in 1879 grote reuring als gevolg een boekhoudschandaal dat bekend staat als de Pincoffs-affaire. Lodewijk Pincoffs was betrokken bij de oprichting van de Holland-Amerika Lijn, de Rotterdamsche Bank, de eerste fabriek van Heineken en de stichting van de Diergaarde Blijdorp. Tevens was hij lid van de Provinciale Staten en de Eerste Kamer, alsmede oprichter van de Afrikaansche

95. Visser 1926, 11.

96. Goudsmit 1877a en 1877b.

97. Het aantal AG's steeg tussen 1870 en 1873 van 203 tot 1046, terwijl de aandelenindex een stijging van 86% doormaakte, om in 1875 weer terug te zakken naar het niveau van 1870. (Hofer 2007, 389; Levy 1884, 22; Guinnane e.a. 2007b, 19; Engel 1898, 22)

98. Voor een interessant en uitvoerig verslag van de Duitse gebeurtenissen Goudsmit 1877a en 1877b. Vgl. voorts Levy 1884 met beschouwingen over de Duitse vennootschapsherziening van 1884 in verband met de *Gründerkrise*.

99. Lieder 2007, 361.

100. Vgl. Prak & Van Zanden 2013, 223 e.v. In de jaren 1880 maakte de economie wel een periode van relatieve laagconjunctuur door.

Handelsvereniging CV (AHV) en de Rotterdamsche HandelsVereeniging NV (RHV). Dit zakenimperium stortte echter ineen toen in 1879 bleek dat Pincoffs jarenlang geld van de RHV had gebruikt om verliezen van de AHV af te dekken.¹⁰¹ Nadat zijn zakenpartner Marten Mees – niet alleen advocaat en oprichter van de Rotterdamsche Bank, maar ook zelf gedupeerd – niet bereid was gebleken bij te dragen in de verliezen, vluchtte Pincoffs via Engeland naar New York waar hij verder de kost verdiende als sigarenverkoper. De totale verliezen van ongeveer f11 miljoen die Pincoffs in Rotterdam had achtergelaten waren niet eenvoudig te dragen voor de lokale economie. Verschillende handels- en effectenfirma's en een bank gingen failliet.¹⁰² Met steun van de NHM nam de RHV nam de schulden over, maar kon deze uiteindelijk toch niet dragen en ging in 1882 failliet.¹⁰³

De schok en schade waren des te groter, omdat het zakenleven meer dan nu was gebaseerd op wederzijds vertrouwen. In strijd met de wet, maar overeenkomstig de gewoonte, was er voor de leningen van de AHV en RHV nauwelijks onderpand verstrekt, terwijl het beperkte onderpand namens de Rotterdamsche Bank werd beheerd door Pincoffs. In een *high trust*-samenleving die is gebouwd op gedeelde waarden van een kleine nauw verbonden elite, waar een kredietovereenkomst werd gezien als een *gentlemen's agreement*, waar een boekenonderzoek gold als belediging en verlies van reputatie als hoogste straf, kwam het misbruik van Pincoffs hard aan. Te meer omdat hij een aanzienlijk deel van de Rotterdamse zakenelite had benadeeld, een elite waarvan hijzelf, zij het dan als nieuwkomer, toch deel had uitgemaakt.

109 Duitse reacties op *Gründerkrise*. Er zijn belangrijke verschillen tussen de *Gründerkrise* en de Pincoffs-affaire. Tijdens de *Gründerkrise* werden veel aandeelhouders al tijdens de oprichtingsfase opgelicht, bijvoorbeeld doordat het kapitaal niet werd volgestort, of na de volstorting verdween. Bij de Pincoffs-affaire ging het daarentegen om een fraude van een vennootschap die al jaren bestond. Bij veel van de *Gründer*-vennootschappen was het motief gelegen in zelfverrijking, terwijl Pincoffs gelden wegsloosde om verliezen elders toe te dekken. Anderzijds bestaan er ook overeenkomsten: de *Gründerkrise* en de Pincoffs-affaire bewezen beide het inherente gevaar van misbruik van kapitaalvennootschappen. Beide tonen aan welke problemen kunnen ontstaan als gevolg van de scheiding van belang en zeggenschap (nr. 8). Nadat de dolerende participanten van de VOC en Adam Smith¹⁰⁴ deze

101. Barendregt 1999, 130.

102. Barendregt 1999, 131.

103. Barendregt 1999, 132.

104. 'The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to

HOOFDSTUK 5



Pincoffs als vliegende Hollander.

problematiek in voorbije eeuwen al aan de orde hadden gesteld, kreeg zij als gevolg van de *Gründerkrise* ook in Duitsland veel aandacht. Daarmee vormde de reflectie op de *Gründerkrise* het begin van de moderne *corporate governance*-discussie. In het eerste deel van zijn *Zweck im Recht* (1877) ging Jhering in op de risico's die samenhangen met de scheiding van *Interesse und Verfügung*:

‘Bei [der Actiengesellschaft] treten die Mitglieder von der Verwaltung zurück und übergeben dieselbe den Händen von Personen, welche zwar Mitglieder sein *können*, es aber nicht zu sein *brauchen*, bei ihr trennen sich also die beiden Momente, welche bei der natürlichen Gestalt des Rechts in die eine Person des Berechtigten zusammenfallen: *Interesse und Verfügung*, in der Weise, dass den Actionären das Interesse ohne die Verfügung, dem Vorstände die Verfügung ohne das Interesse zufällt.’¹⁰⁵

Deze scheiding van belang en zeggenschap heeft bij Jhering een feitelijke en normatieve consequentie: ‘*die Verfügungsgewalt über ein fremdes Recht und*

small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.’ (Smith III (1784), 124 (book V, chapter I, part III, article 1))

105. Jhering 1877, 224–225.

*die Pflicht der Verwendung dieser Gewalt im ausschliesslichen Interesse des Berechtigten.*¹⁰⁶ In het laatste ligt bij de AG het grote probleem, aldus Jhering: '[K]ein Dieb hat es so leicht zu stehlen, wie der Verwalter fremden Gutes, kein Betrüger es so leicht, eine Gaunerei bequem einzurichten und zu vertuschen, wie er.'¹⁰⁷ Hoewel Jhering geen oplossing biedt – hij roept in algemene zin om wettelijke maatregelen – kan wel worden gesteld dat hij het probleem van scheiding van belang en zeggenschap, dat bij de *Gründerkrise* aan de oppervlakte kwam, scherp heeft gesteld.

Jherings klacht is in zoverre typisch voor de late 19^e eeuw dat anderen evenmin wisten hoe het probleem moest worden tegemoetgetreden. Grofweg waren er drie reacties. Volgens sommigen kon de AG maar beter worden afgeschaft of ten minste zwaar worden gereguleerd.¹⁰⁸ Het andere uiterste van het spectrum werd ingenomen door hen die meenden dat de inherente problemen als gevolg van de scheiding van belang en zeggenschap niet opwogen tegen de voordelen van de AG als instrument om eigen vermogen aan te trekken en grote investeringen mogelijk te maken. Regulering werd in deze opvatting als zinloos afgewezen. Aandeelhouders zouden zich moeten realiseren dat hun investering weliswaar grote winsten kon bieden, maar ook gepaard kon gaan met grote verliezen, al dan niet ten gevolge van misbruik door het bestuur. Aandeelhouders die zich onvoldoende verdiepten in hun investering behoefden in deze opvatting geen nadere bescherming: het recht wordt immers voor de waakzamen geschreven.¹⁰⁹

De derde opvatting doet enigszins denken aan Amerikaanse en Engelse reacties naar aanleiding van de recente kredietcrisis waarin enerzijds is bepleit dat de rechten van aandeelhouders moeten worden versterkt en anderzijds dat aandeelhouders zich als rentmeesters, *stewards*, dienen op te stellen (nr. 199). Deze derde opvatting hield idealistisch vast aan de 'platonische idee' van de democratisch ingerichte vennootschap met aandeelhouders als hoogste macht. Voor zover zij zich voorheen passief hadden opgesteld, dienden zij te worden 'opgevoed' om beter gebruik te maken van hun bestaande rechten.¹¹⁰ En voor zover de wet hen daartoe onvoldoende instrumenten aanreikte, behoorden de zeggenschapsrechten van aandeelhouders te worden aangescherpt, opdat zij vervolgens zichzelf beter zouden kunnen wapenen tegen misbruik door het bestuur. De aanhangers van deze opvatting hielden vast aan de liberale idealen die spreken uit de wetsherzieningen in de jaren 1860 en hoopten deze idealen door versterking van de positie van aandeelhouders alsnog te verwezenlijken.

106. Jhering 1877, 225–226.

107. Jhering 1877, 226.

108. Hofer 2007, 400–402. Vgl. Petrażycki 1906, 155. Jhering zelf lijkt soms in die richting te gaan. Vgl. in Nederland Levy 1902 die aanmerkelijk afwijkt van eerdere standpunten, bijv. Levy 1884.

109. Hofer 2007, 402.

110. Vgl. Passow 1907, 119 en Hofer 2007, t.a.p.

De derde opvatting was in de 19^e eeuw de heersende en lag ook ten grondslag aan de Duitse vennootschapsherziening, de *Aktienrechtnovelle* van 1884.¹¹¹ Deze werd gekenmerkt door strenge kapitaalbeschermingsregels en bescherming van (minderheids)aandeelhouders.¹¹²

110 Goudsmit en Levy. De Nederlandse discussie verliep minder heftig dan de Duitse. De economische groei was gelijkmatiger en door het grote aantal familiebedrijven waren zeggenschap en belang meer dan in Duitsland in dezelfde handen.¹¹³ Toch had de Duitse discussie ook in Nederland invloed, al was het maar omdat Nederland zich steeds meer op Duitsland oriënteerde. Vooral de Rotterdamse advocaat M.Th. Goudsmit, zoon van de rechtshistoricus J.E. Goudsmit, heeft zich al vóór de Pincoffs-affaire verdiept in de Duitse gebeurtenissen. Hij heeft als eerste in Nederland de problematiek van de scheiding van belang en zeggenschap onder de aandacht gebracht.¹¹⁴

‘Men is gedwongen een groot, ik zou bijkans zeggen een onbepaald vertrouwen te stellen in de beheerders. Hun eerlijkheid, hun kennis van administratie, hun zuinigheid zijn de onmisbare elementen voor het welslagen der onderneming aan wier hoofd zij staan. Omgeven van een staf van vrienden en groote belanghebbenden, hebben zij het in hunne macht de kreten van een enkelen aandeelhouder te smoren en zijne wenken en wenschen in den wind te slaan. Men staat voor dit onoplosbaar dilemma: of den directeuren het minimum van bevoegdheid toe te kennen en aldus hun ijver te bekoelen en hun werkkraft te verlammen, of wel hun een uitgebreid mandaat te geven, en op die wijze de deur te openen voor machtoverschrijding en malversatiën.’

Anders dan veel van zijn tijdgenoten was Goudsmit bereid te erkennen dat de idealistische opvatting over het functioneren van de AVA als hoogste macht niet met de werkelijkheid overeenstemde. Extra zeggenschapsrechten voor aandeelhouders hebben in zijn opvatting geen zin, omdat aandeelhouders hierin onvoldoende geïnteresseerd zijn zo lang zij voldoende *exit*-mogelijkheden hebben, zo betoogt Goudsmit in een lang citaat van de Duitse auteur Löwenfeld:

‘Reeds het feit dat het aandeel aan toonder luidt, stompt de belangstelling van den aandeelhouder af, vooral wanneer het steeds aan de beurs verhandelbaar is en de koerswaarde dagelijks in de courant kan worden

111. Goudsmit 1877a en Hofer 2007, 402.

112. Levy 1884; Hofer 2007, 398.

113. Steinitzer 1908, 86.

114. Goudsmit 1880, 193–194. Over de *Gründerkrise*: Goudsmit 1877a en 1877b.

nagegaan. De belangstelling van den aandeelhouder in de maatschappij reduceert zich in den regel tot het resultaat der exploitatie, zooals dat zich in het koersbericht vertoont. Zijn neiging om op den werkkring der vennootschap invloed uit te oefenen vermindert, naar mate de gemakkelijkheid om de aandelen te kunnen kwijt raaken toeneemt. (...) Hij wil er niet over nadenken, hoe de maatschappij moet worden beheerd; hij wil niet tot haar bloei medewerken, hij verlangt slechts dat zij bloeie. Zoo de maatschappij hem winsten geeft, neemt hij die aan, zooals een schuldeischer de renten; blijven winsten uit, dan is hem dat vrij onverschillig, omdat hij dagelijks de kans heeft zich door verkoop van de maatschappij los te maken. Vandaar dat aandeelhouders dikwijls actief optreden als die uitweg gesloten is, m.a.w. als de verkoop onmogelijk werd, omdat het wereldkundig is geworden dat de aandelen noodlijdend zijn. De belangstelling van den aandeelhouder bepaalt zich bijkans uitsluitend tot den koers.¹¹⁵

Hier laat Goudsmit zien dat absentisme – het afzien van *voice* – mede afhankelijk is van een *exit*-mogelijkheid: naarmate een belegger zijn aandelen eenvoudiger kan vervreemden, zal hij minder belang hechten aan zijn zeggenschapsrechten en omgekeerd (nr. 10). Het feit dat Goudsmit van dit fenomeen en van bewuste passiviteit van aandeelhouders melding maakt (zie ook het citaat van Goudsmit, aangehaald in nr. 8), bewijst kortom dat liquiditeit van sommige beursfondsen in die jaren zodanig groot is geworden, dat beleggers zich konden veroorloven zich minder te verdiepen in de vennootschap waarin zij beleggen. Gelet op rationele apathie van veel aandeelhouders acht Goudsmit het nutteloos om ondanks de recente schandalen de positie van aandeelhouders ten opzichte van het bestuur te versterken.¹¹⁶ In de praktijk wist de directie de

115. Goudsmit 1880, 196–197. De oorspronkelijke tekst van Löwenfeld 1879, 11–12 vervolgt met een passage over *empty voting*: ‘Daraus begreift es sich, dass Actionäre nicht selten gegen ein minimales Miethsgeld ihre Actien zu Generalversammlungen hergeben, und auf solchem Wege den Miethern die Durchführungen der nachtheiligsten Beschlüsse selbst ermöglichen. Sie erblicken in dem Miethsgeld einen ausserordentlichen Gewinn neben der Dividende, und verkaufen dafür ihr Stimmrecht, dessen Ausübung sie doch jedenfalls unterlassen hätten.’ In Nederland geschiedde *empty voting* vooral ter ontduiking van art. 54 WvK (nr. 119; over *empty voting* in de huidige context, nr. 197).

116. ‘En daarom acht ik elke bepaling, die de macht der aandeelhouders (...) uitbreidt, doelloos en juist daarom bovendien schadelijk. Zoo inderdaad aldus tegen kwade trouw of onbekwaamheid der bestuurders voldoende kon worden gewaakt, dan zou ik bereid zijn de oogen te sluiten voor het feit, dat de directie, geheel aan banden gelegd (...), op dezen de verantwoordelijkheid overdraagt, die zij uit den aard der zaak zelve dragen moet; ik zou van twee kwaden het beste kiezen, en zeggen: liever een, zij het dan ook (...) ten koste van de ontwikkeling der maatschappij, zeer beperkte volmacht, dan een uitgebreide die aan controle ontsnapt, en mij, handen en voeten gebonden, aan de willekeur der bestuurders overgeeft. Want men vergete het niet: de directeur is de lasthebber van de aandeelhouders; inkrimping van zijn mandaat is tegelijkertijd beperking van zijne aansprakelijkheid. Maar wanneer bovendien het middel ondoelmatig is, als de aandeelhouder van de hem verleende

vergadering toch wel naar haar hand te zetten.¹¹⁷ Ook verscherping van het toezicht op het bestuur door het enquêterecht, een verplichte RvC of toezicht op de jaarrekening wijst hij als ineffectief van de hand. Weliswaar zijn de bestuurders geneigd tot alle kwaad, de NV, die immers als instrument tot kapitaalvergaring noodzakelijk is voor de industriële ontwikkeling, is wel degelijk in staat tot enig goeds. Dit alles met dank aan geldzuchtige beleggers:

‘[G]isteren tulpen, heden spoorwegen, morgen fabrieken; de speculatiezucht werpt zich op alles. En gelukkig. Hooger dan het belang van enkele bedrogenen, staat bij mij het belang van onzen handel en onze industrie. En al twijfel ik niet aan de herhaling van rampen, als wij onlangs hebben beleefd, al acht ik ze een noodzakelijk gevolg van de wijzigingen, die vooral in de tweede helft onzer eeuw de economische toestand heeft ondergaan, ik troost mij met het denkbeeld dat wij aan dezelfde wijziging het ontstaan en den bloei te danken hebben van menige goede en soliede onderneming (...).’¹¹⁸

Het andere spectrum in deze discussie werd door Levy ingenomen.¹¹⁹ In de analyse van het probleem verschilde hij niet wezenlijk van Goudsmit: evenals Goudsmit zag Levy de oorzaak van de *Gründerkrise* enerzijds in wanbeleid van bestuurders en anderzijds in de speculatiezucht van beleggers.¹²⁰ Evenals Goudsmit verwachtte hij dat strengere regulering toekomstig misbruik niet zou voorkomen. Anders dan Goudsmit weerhield hem dit niet om toch, in navolging van de Duitse *Aktienrechtnovelle* van 1884, strengere regulering te bepleiten.¹²¹

Rond de eeuwwisseling verscherpte Levy zijn opvattingen, zo blijkt uit een preadvies uit 1902.¹²² Levy stelde voorop dat de NV van staatswege voorrechten zijn toegekend vergeleken met de VoF of eenmanszaak, en wel in de vorm van beperkte aansprakelijkheid en haar in 1901 door de Hoge Raad

bevoegdheid geen gebruik maakt – en ik ben overtuigd, dat hij het niet doen zal voor het te laat is (...) – dan win ik niets, doch verlies, omdat de werkkraft der directie verlamd en haar ijver verzwakt wordt, terwijl zij de verantwoordelijkheid voor een groot deel, en terecht, van zich afschuift.’ (Goudsmit 1880, 198)

117. Goudsmit 1877a, 280; Goudsmit 1877b, 357; Goudsmit 1880, 194.

118. Goudsmit 1880, 203–204.

119. Levy 1884 en Levy 1902.

120. Levy 1884, 20 e.v.

121. ‘Dat wetten zonder zeden ijdel zijn, is een regel van ouds ontleend aan de wijsheid der volken. [cf. Horatius III, ode 24: ‘*Quid leges, sine moribus vanae proficiunt*’] Veel zal reeds gewonnen zijn, indien de wet de eigen inspanning der belanghebbenden hulpvaardig ter zijde staat, door belemmeringen uit den weg te ruimen, die hen schipbreuk zouden doen lijden. Minder in positieven zin tot stand te brengen, dan in negatieven, verhoeden, kan de wet.’ (Levy 1884, 23) Meer in het bijzonder bepleit hij o.a. invoering van het enquêterecht en het recht van aandeelhouders om besluiten te kunnen vernietigen indien deze strijden met de wet of statuten. (Levy 1994, 80–82)

122. Levy 1902.

erkende rechtspersoonlijkheid (nr. 116). Deze voorrechten behoeven rechtvaardiging door het maatschappelijk nut van de rechtsvorm. Daar heeft het volgens Levy aan geschort: de NV nodigde volgens hem uit tot overmatige speculatie, tot het aangaan van hoge schulden en tot concentratie van economische macht bij een oligarchische elite, dit alles ten koste van het algemeen belang. Het probleem van externe kosten als gevolg van beperkte aansprakelijkheid (waarover nr. 182 en 206) werd door hem scherp gezien.

Ging Levy uiteindelijk akkoord met de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders,¹²³ hij verklaarde zich tegenstander van rechtspersoonlijkheid, omdat deze de positie van de vennoten te zeer in het gedrang had gebracht: de rechtspersoonlijkheid had een scheiding tussen het vermogen van aandeelhouders en van de vennootschap in het leven geroepen, terwijl aandeelhouders als gevolg van het disfunctioneren van de AVA in de praktijk nauwelijks nog zeggenschap hebben over hetgeen met het vergaarde vermogen geschiedt.¹²⁴ Levy zoekt de oplossing in de versterking van de positie van *individuele* aandeelhouders ten opzichte van het bestuur. Het Ontwerp Kist om individuele aandeelhouders binnen zekere grenzen het recht te geven bestuurders aan te spreken¹²⁵ vlecht Levy in zijn eigen betoog: het past in zijn pleidooi dat bestuurders gelden als lasthebbers van *individuele* aandeelhouders en dat de NV geen rechtspersoonlijkheid bezit.

Levy getuigt met zijn preadvies van een veelbelezen en onafhankelijke geest die vanzelfsprekendheden ter discussie weet te stellen;¹²⁶ veel invloed op het NV-recht heeft hij uiteindelijk niet gehad.¹²⁷ Zijn betoog is niettemin van betekenis, omdat het zo typerend is voor de stand van zaken rond de eeuwwisseling: met de snel gegroeide economie had Nederland kennis gemaakt met de sterke en de zwakke kanten van de NV: enerzijds als efficiënt instrument van kapitaalvergaring dat grote en/of risicovolle investeringen mogelijk maakt; anderzijds als bron van misbruik en zwendel. De beide zijden van de medaille werden onderkend, maar men had moeite om de balans op te maken. Moest de negatieve zijde eenvoudig voor lief worden genomen gelet op het nut van de

123. Met dien verstande dat aandeelhouders volgens hem ook *door derden* moeten kunnen worden aangesproken tot volstorting (Levy 1902, 13 e.v.).

124. ‘De wispelturigheid en grilligheid, de onberekenbaarheid en wankelmoedigheid eener algemeene vergadering, zelfs van belanghebbenden, grenst aan het ongelooflijke. Wie hare zwakheden kent, en daarop speculeert, kneedt haar, gelijk was. Een handig debater heeft haar in zijn macht. Een bestuur, dat zich weet te doen gelden, al is het ook maar, door zoogenaamd standsverschil, met de aandeelhouders, verkrijgt al wat het beoogt. Een doortastende kern zet, tegen weifeling en aarzeling, hare meening door. Kortom, van eene algemeene vergadering is men ieder besluit te wachten, tot zelfs een verstandig.’ (Levy 1902, 23–24). Vgl. voorts Drost 1903, 70.

125. Zie nr. 107.

126. Over Levy: Lokin & Jansen 1995, 150 e.v.

127. Vgl. Handelingen II 1926–1927, 1783–1784.

NV voor de economie? Of was juist veel strengere regulering en aansprakelijkheid van bestuurders het antwoord, ook wanneer dit ten koste zou gaan van potentieel nuttige investeringen? De onzekerheid over mogelijke oplossingen hangt ermee samen dat de verontwaardiging over de misstanden tijdens de *Gründerkrise* nog onvoldoende had plaats gemaakt voor distantie en analyse. De juiste problemen waren in beeld – *agency*-problemen als gevolg van langzaam toegenomen scheiding tussen zeggenschap en belang en het disfunctioneren van de AVA – maar werden nog onvoldoende scherp gezien.

5.2 Rechtspersoonlijkheid

5.2.1 Frankrijk en Duitsland

111 Rechtspersoonlijkheid van de SA. Ondanks invloed van de corporatieve gedachte, wortelt de Franse wet stevig wortelt in de contractuele traditie: art. 18 CdC, mede van toepassing op de SA, bepaalde dat ‘[l]e contrat de société se règle par le droit civil, par les lois particulières au commerce, et par les *conventions des parties*’ (vgl. nr. 91)

Was het contractuele karakter van de verschillende vennootschappen uitdrukkelijk in de wet vastgelegd, de Franse wet zweeg over rechtspersonen of rechtspersoonlijkheid. Toch was het begrip rechtspersoon – *être moral*, *personne morale* of *personne civile* – niet onbekend in het Franse recht. In nr. 85 is gebleken dat het begrip aan het einde van de 18^e eeuw nog geen vastomlijnde betekenis had. In 1815 gebruikte Pardessus de *personne morale* al min of meer in de huidige betekenis van rechtspersoon, zij het dat de Franse *personne morale* steeds verbonden werd met de notie van een vereniging van personen en niet mede met de stichting.¹²⁸ In navolging van Pardessus kende de Franse leer aan alle handelsvennootschappen, inclusief de *société générale*, rechtspersoonlijkheid toe.¹²⁹ Zo was volgens Troplong het verschil tussen de *société*, ongeacht welke, en de *communauté* erin gelegen dat de *société* rechtspersoonlijkheid bezit:

‘Parmi les différences nombreuses qui existent entre la communauté et la société, il en est une qu’il faut rappeler ici. La société est, dans ses rapports intérieurs et extérieurs, une personne civile, distincte des individus qui la composent; la communauté, au contraire, n’est qu’une juxta-position de

128. Pardessus 1815, 975 en 976; Coing II (1989), 337; 345; 355 e.v.; 361.

129. Pardessus 1815, nr. 975; Coing II (1989), 361; Vrij 1923, 73; Renaud 1863, 118–119. Ondanks dat de literatuur en de *Cour de Cassation*, bij arrest van 2 juni 1834 de rechtspersoonlijkheid van alle vennootschappen bevestigden, werd deze opvatting nog lange tijd in de praktijk niet gevolgd. (Lefebvre-Teillard 1976, 184 e.v.)

personnes dont la communauté ne saurait se détacher. La société devient propriétaire des apports sociaux, et les associés sont censés s'en être dépouillés à son profit. Dans la communauté, chacun des communistes reste propriétaire de sa part; il en conserve le domaine éminent et l'administration.'¹³⁰

Evenals veel andere 19^e-eeuwse schrijvers onderscheidde Troplong tussen *externe* en *interne* aspecten van rechtspersoonlijkheid. Het externe aspect had betrekking op de verhouding tussen de vennootschap en derden, terwijl het interne aspect zag op de relatie van een vennoot tot de vennootschap. Over de externe rechtspersoonlijkheid van de vennootschap bestond doorgaans minder twijfel dan over de interne verhoudingen die meestal voortbouwden op de oude *societas*. In bovenstaand citaat noemde Troplong weliswaar nog afzonderlijk de interne en externe verhoudingen, maar hij kende aan dit onderscheid geen praktisch verschil meer toe. In het vervolg nuanceerde Troplong zijn betoog ten aanzien van de personenvennootschap in zoverre dat de vennoot niet in alle opzichten als derde tegenover de personenvennootschap staat. Maar ten aanzien van de SA bleef de interne rechtspersoonlijkheid wel overeind staan dankzij de verdeling van het kapitaal in aandelen. Deze maakte het mogelijk te onderscheiden tussen enerzijds het vermogen van de vennootschap dat niet aan de aandeelhouders toebehoorde en anderzijds de aandelen die tot het vermogen van de aandeelhouder behoorden en die aan de aandeelhouder rechten jegens de vennootschap toekenden. De wettelijke grondslag voor de rechtspersoonlijkheid werd in Frankrijk gevonden in art. 529 CC. Dit artikel merkte een aandeel in een vennootschap aan als roerend.¹³¹ Indien het vermogen van een vennootschap uitsluitend zou bestaan uit onroerende goederen, kon het roerende karakter van een aandeel slechts worden verklaard door aan te nemen dat een aandeelhouder geen goederenrechtelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap heeft; hieruit vloeide voort dat de vennootschap een zelfstandig houdster van rechten en verplichtingen is, aldus Troplong:

‘Son but [i.e.: het doel van de verdeling van het kapitaal in aandelen – MdJ] est d’organiser, à côté de la propriété sociale, le droit des associés considérés *ut singuli*. Par cette combinaison, ces deux droits ont été tellement différenciés, la propriété sociale a été si nettement dessinée hors dus cadre

130. Troplong II (1843), 444-445. Volgens Troplong II (1843), 67 bezit zelfs de burgerlijke maatschap rechtspersoonlijkheid. Vgl. Huussen-de Groot 1976, 56 e.v.

131. Art. 529: ‘*Sont meubles par la détermination de la loi, (...) les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d’industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l’égard de chaque associé seulement, tant que dure la société.*’ Vgl. Deutsch 2007, nr. 47.

de l'intérêt des associés, que, tandis que la société est propriétaire d'immeubles, les actions délivrées aux sociétaires sont de purs meubles. On ne peut voir un contraste plus frappant.¹³²

112 Duitsland: Savigny vs. Gierke. Hoewel in verschillende Duitse staten de CdC gold, nam de discussie een andere wending dan in Frankrijk. De kapitaalvennootschap raakte in Duitsland pas in de loop van de 19^e eeuw door de opkomst van spoorwegmaatschappijen in zwang, ongeveer op hetzelfde moment waarop de Historische School zich zette tot de hernieuwde bestudering van het Romeinse recht. De relatieve onbekendheid met het fenomeen kapitaalvennootschap,¹³³ alsmede het teruggrijpen op het klassieke Romeinse recht door de Historische School (en de beperkte aandacht voor de ontwikkeling die het Romeinse recht sinds de Middeleeuwen had doorgemaakt) leidde ertoe '*dass die Deutsche Wissenschaft (...) zu einem Problem erhob und als zu lösendes Räthsel hinstellte, was anderswo eine gleichmässige rechtliche Beurtheilung erfuhr.*'¹³⁴ Er speelden ten minste twee, onderling verweven, maar niettemin te onderscheiden discussies: ten eerste de discussie over de aard van de (corporatieve variant van de) rechtspersoon die in dit nummer zal worden geschetst.¹³⁵ En in de tweede plaats de vraag of de AG rechtspersoonlijkheid bezit en zo ja, hoe deze rechtspersoonlijkheid moet worden geduid (nr. 113).

Aanzet tot de discussie over de aard van de rechtspersoon vormde Savigny's fictieleer, uiteengezet in het tweede deel van zijn *System* (1840). Belangrijke pijler van Savigny's leer was het uitgangspunt dat iedere mens in beginsel als rechtsbekwaam (*rechtsfähig*) wezen heeft te gelden. Met dit quasi-natuurrechtelijke uitgangspunt nam Savigny afscheid van de oude status-leer, op grond waarvan de bekwaamheid om deel te nemen aan het rechtsverkeer afhankelijk was van iemands hoedanigheid als slaaf of vrij, als burger of vreemdeling, *sui iuris* of *alieni iuris*.¹³⁶ Hoewel in de 19^e eeuw veel van het oude Romeinse personenrecht zijn betekenis had verloren, was het stelsel nog niet geheel afgeschaft.¹³⁷ Savigny's leer bracht mee dat ieder mens als persoon, als rechtssubject werd erkend: '*Jeder einzelne Mensch, und nur der einzelne Mensch, ist rechtsfähig.*'¹³⁸ Savigny's algemene persoonsbegrip stelde hem in staat om door middel van een fictie bepaalde organisaties voor wat betreft het vermogensrecht aan een persoon gelijk te stellen, rechtspersoonlijkheid toe te

132. Troplong II (1843), 445.

133. Over enkele Duitse handelscompagnieën in de 17^e en 18^e eeuw, zie Hartung 2000; Bergfeld 2005.

134. Lehmann I (1898), 228.

135. De rechtspersoonlijkheidstheorie van het *Zweckvermögen*, blijft hier buiten beschouwing. Zie Coing II (1989), 343 met verwijzingen.

136. Savigny 1840, § 64 e.v.

137. Savigny 1840, § 75.

138. Savigny 1840, § 60.

kennen.¹³⁹ Op dit punt putte hij inspiratie uit de *universitas*, de vereniging van personen, die hij krachtens fictie gelijk stelde aan een natuurlijke persoon door deze als rechtssubject te beschouwen. Daarmee bouwde hij voort op de traditie die vanaf de Middeleeuwen *universitates* krachtens fictie aan natuurlijke personen had gelijkgesteld (§ 1.2.2 e.v.).¹⁴⁰ De fictie werd evenwel op een hoger niveau getild, omdat Savigny's rechtspersoonlijkheidstheorie niet beperkt was tot de corporatief georganiseerde *universitas* (*Körperschaft*), maar ook tot de stichting. Savigny's rechtspersoonlijkheidstheorie kreeg daardoor een breder bereik dan de Franse *personne morale* die steeds als vereniging van personen werd begrepen.¹⁴¹ Dit laat onverlet dat Savigny's rechtspersoon grotendeels is gestoeld op de *universitas*, niet alleen voor wat betreft de toepassing van fictie, maar ook met betrekking tot vereiste goedkeuring of (stilzwijgende) erkenning van overheidswege.¹⁴²

Eigen aan het fictieve karakter van de rechtspersoon is zijn wils- en handelingsonbekwaamheid: evenals een handelingsonbekwame natuurlijke persoon kan deze slechts door middel van een *curator* (vertegenwoordiger) aan het rechtsverkeer deelnemen. Krachtens fictie heeft de wil van bepaalde functionarissen te gelden als de wil van de rechtspersoon en krachtens fictie wordt het handelen van functionarissen aan de rechtspersoon toegerekend.¹⁴³ Krachtens fictie kan ook de wil van de gezamenlijke leden aan de rechtspersoon worden toegerekend. In sommige gevallen, in het bijzonder wanneer ingrijpende besluiten worden genomen, kan deze laatste fictie gaan wringen, namelijk wanneer de belangen van de leden niet identiek zijn met die van de op continuïteit gerichte rechtspersoon:

‘Die lebendige Gegenwart hat ihre eigenthümlichen Ansprüche, und sie soll weder durch den Willen der Vergangenheit unbedingt gebunden, noch dem Interesse der Zukunft geopfert werden. Aber sie soll ihre vorübergehende Herrschaft über dauernde Güter und Zwecke mit Weisheit und Mäßigung ausüben, nicht aus Beschränktheit und Selbstsucht den nachfolgenden

139. Savigny 1840, § 85 e.v. Vgl. Coing II (1989), 338.

140. Anders dan latere romanisten hanteerde Savigny het begrip fictie overigens zuiver als technisch juridisch begrip: hij ontkent met zijn fictieleer niet de werkelijkheid van een sociale organisatie die is verbonden met de rechtspersoon. In zoverre zou Gierke 1895, 467 Savigny geen recht doen, toen hij sprak van een *Gespens einer fingirten Person*. Dit laat onverlet dat Gierkes kritiek meer hout snijdt, voor zover deze is gericht tegen latere Romanisten als Puchta, Arndts en Unger. De laatste stelde bijvoorbeeld dat ‘[d]ie Schöpfung einer juristischen Person ist eine Schöpfung aus dem Nichts.’ (Coing II (1989), 340)

141. Savigny 1840, § 88. Ook de *fiscus*, oorspronkelijk de kassier van de keizer, nam *de facto* als rechtssubject aan het rechtsverkeer deel en werd door Savigny, t.a.p., als rechtspersoon beschouwd.

142. Savigny 1840, § 89. Stilzwijgende erkenning laat hij overigens wel toe.

143. Savigny 1840, § 91 (292); § 94 (312). De fictie strekt zich slechts uit tot het privaatrecht, zodat een rechtspersoon geen strafbaar feit kan plegen. Vgl. Coing II (1989), 346.

Geschlechtern die Mittel eines erfreulichen Zustandes entziehen. Durch jene Lehre [nl. de doorvoering van het meerderheidsbeginsel] wird den jetztlebenden Mitgliedern eine schrankenlose Macht eingeräumt ohne alle Rücksicht auf den Zustand einer späteren Zeit.’¹⁴⁴

Onder andere om deze reden verzette Savigny zich tegen consequente doorvoering van het meerderheidsbeginsel. Ingrijpende besluiten die de identiteit van de rechtspersoon betroffen, of die strekten tot vervreemding van een substantieel gedeelte van het vermogen, moesten daarom bij unanimité worden genomen. In sommige gevallen, bijvoorbeeld bij ontbinding, bepleitte hij gelet op mogelijke in het geding zijnde belangen van derden als crediteuren, zelfs verplichte toestemming van overheidswege.¹⁴⁵ Savigny ging zelfs zo ver dat de ontbinding van overheidswege kon worden gelast.¹⁴⁶ Uit de overheidsbemoeienis van wieg tot graf, alsmede uit de voorbeelden die hij noemt, blijkt de publiekrechtelijke achtergrond van veel *universitates*, al erkende Savigny dat sommige privaatrechtelijke *universitates* mede op winst gericht konden zijn.¹⁴⁷

De fictieleer is bestreden door Germanisten als Beseler en vooral Gierke.¹⁴⁸ Anders dan Savigny stelde Gierke de sociale werkelijkheid op de voorgrond. Verenigingen van personen nemen niet alleen aan het rechtsverkeer deel, zij kennen ook een interne organisatie. Gierke benadrukte vooral dat een *Genossenschaft* als de *Körperschaft*¹⁴⁹ geen fictie is, louter in het leven geroepen om het rechtsverkeer te faciliteren, maar een werkelijk bestaand organisme dat als zelfstandig drager van rechten en verplichtingen kan worden onderscheiden van de verschillende leden.¹⁵⁰ Gierkes werkelijkheidsclaim komt tot uitdrukking in de benaming van de theorie van de *reale Verbandspersönlichkeit*.

144. Savigny 1840, § 97 (335). Uit dit citaat blijkt overigens dat Savigny zijn fictieleer niet consequent doorvoert. In zijn betoog ligt immers besloten dat de rechtspersoon een eigen belang heeft dat moet worden onderscheiden van de belangen van de huidige leden. Wanneer de rechtspersoon louter wordt gezien als juridische fictie, valt een dergelijk belang van de rechtspersoon moeilijk te verklaren.

145. Savigny 1840, § 99 (348).

146. Savigny 1840, § 99.

147. Savigny 1840, § 91 (288).

148. O.a. Gierke 1887. Vgl. ook Fleckner 2010, 651 e.v.

149. Zowel de Romanisten als Germanisten hanteerden de term *Körperschaft* ter aanduiding van een rechtspersoonlijkheid bezittende corporatieve vereniging. Het begrip *Genossenschaft* werd uitsluitend door de Germanisten gehanteerd als overkoepelend begrip voor Germaanse verenigingen van personen, die niet alleen *Körperschaften* omvatte, maar ook niet rechtspersoonlijkheid bezittende verenigingen, stamverbanden e.d.

150. Zie bijv. Gierke 1887, 5 e.v.; elders definieert hij de zogenaamde *Verbandspersönlichkeit* als ‘die von der Rechtsordnung anerkannte Fähigkeit eines menschlichen Verbandes, als ein von der Summe der verbundenen Personen unterschiedenes einheitliches ganze Subjekt von Rechten und Pflichten zu sein.’ (Gierke 1895, 469)

Savigny had de sociale realiteit van verenigingen van personen niet ontkend, maar had, overeenkomstig de traditie van de *universitas*, de externe verhoudingen, de deelname als eenheid aan het rechtsverkeer op de voorgrond geplaatst. Gierke richtte zich meer op de interne organisatie van de rechtspersoon. Waar de *societas* en *universitas* uitersten van het spectrum tussen eenheid en veelheid vertegenwoordigden (vgl. hoofdstuk 1), meende Gierke in oude Germaanse stamverbanden en samenwerkingsvormen een tussenvorm te ontwaren. Hij betoogde dat de leden van deze verenigingen niet alleen tezamen een groter geheel vormen, maar tegelijk ook hun individualiteit in de interne verhoudingen behielden. Veel aandacht schonk hij daarom aan de verhouding tussen individuele leden en *Genossenschaft* en aan de vraag welke rechten een lid jegens de *Genossenschaft* kan handhaven, zo nodig tegen de wil van de meerderheid der leden.¹⁵¹ Deze discussie over de zogenaamde *Sonderrechte*, die ook al in de Middeleeuwen binnen het canonieke recht woedde (nr. 37), zou leiden tot een omvangrijke literatuur en komt, toegespitst op het NV-recht, in nr. 120 e.v. aan de orde.¹⁵²

Gierke nam geen genoegen met de verschillende ficties die volgens de Romanisten nodig waren om handelingen van bepaalde personen aan de *Körperschaft* toe te rekenen. Daarvoor in de plaats stelde hij zijn orgaantheorie, waarmee hij de metafoor van de *Körperschaft* als levend organisme verder uitbouwde. Een *Körperschaft* wordt volgens hem gevormd uit verschillende organen, ieder met uiteenlopende en afgebakende taken en bevoegdheden.¹⁵³ Dat geldt volgens Gierke ook voor de bevoegdheden van het hoogste orgaan, de ledenvergadering. De bevoegdheid van de ledenvergadering wordt in zijn visie beperkt door die van andere organen; anders dan in het Franse en Nederlandse recht was volgens Gierke daarom de bevoegdheid van het bestuur niet een afgeleide van die van de algemene vergadering; het bestuur had als orgaan eigen taken en bevoegdheden, waarmee *en passant* de basis wordt geschapen voor de latere ontwikkeling van het leerstuk van de bestuursautonomie.¹⁵⁴

Kenmerkend voor Gierkes orgaantheorie is een scherp onderscheid tussen enerzijds de interne besluitvorming, en anderzijds het externe handelen door de daartoe bevoegde organen of functionarissen. Externe handelingen die door bevoegde organen of functionarissen worden verricht, worden aan de rechtspersoon toegerekend, niet op grond van lastgeving (zoals in Frankrijk en Nederland) maar op grond van een eigen bevoegdheid van dit orgaan.¹⁵⁵

151. Gierke 1887, 174 e.v.

152. Voor een samenvatting van de *Sonderrechte*-discussie: Vrij 1923.

153. Gierke 1895, 497; Gierke 1887, 685 e.v.

154. Gierke 1895, 503.

155. Gierke 1887, 620 e.v.; Gierke 1895, 507 e.v.

Voor het huidige rechtspersonenrecht is vooral relevant dat Gierke de eigen taken en bevoegdheden van organen een vaste plaats heeft gegeven.¹⁵⁶

113 AG als rechtspersoon? De discussie die in het vorige nummer is geschetst had betrekking op rechtspersonen in het algemeen, en *Körperschafte* in het bijzonder. Daarmee is nog niets gezegd over de rechtspersoonlijkheid van de AG. Ook hierover heeft in Duitsland een lange strijd gewoed die weliswaar raakvlakken kende met de rechtspersoonlijkheidsdiscussie, maar die hiervan toch moet worden onderscheiden.

In ieder geval tot de invoering van het ADHGB in 1861 – nog voordat Gierke zijn theorie had uiteengezet – bestond verwarring over de vraag hoe de AG viel in te passen in het Romeinse recht. Moest de *Actiengesellschaft* worden geconstrueerd op basis van de *societas*, die uitsluitend zag op de interne verhoudingen, of had men veeleer van doen met een *Actienverein*, een verschijningsvorm van de *universitas*? De eerste miste de rechtspersoonlijkheid en bood geen verklaring voor de overdraagbaarheid van het aandeel; de tweede regelde voornamelijk de verhoudingen met derden en schonk weinig aandacht aan de interne verhoudingen. Sommige schrijvers trachtten de tegenstellingen tussen beide figuren te overbruggen door de AG te beschrijven als (personen)vennootschap voor wat betreft de interne verhoudingen, anderzijds als rechtspersoon in de relatie tot derden.¹⁵⁷ In deze lijn betoogde Savigny dat de regels van de *societas* tot gevolg hadden dat de aandeelhouders naar rato van hun belang medegerechtigd werden

156. Ten aanzien van de externe vertegenwoordigingsbevoegdheid van bestuurders en de verwerping van de leer van lastgeving gaf hij overigens, althans voor wat betreft de AG, slechts geldend recht weer. § 230 en 231 ADHGB 1861 bepaalden namelijk dat het bestuur vertegenwoordigingsbevoegd was en dat een interne bevoegdheidsbeperking van het bestuur in beginsel niet aan derden kan worden tegengeworpen (Renaud 1863, 470 e.v. en 502 e.v. waarin uitvoerig wordt ingegaan op de wetsgeschiedenis).

157. Bijv. Treitschke 1841, 328 die betoogde ‘*daß jeder Actionär zum ganzen Verein in demselben Verhältnisse stehe, wie der Commanditist zu demjenigen, welchem er sein Capital gegen Bewilligung eines Gewinnantheils dargeliehen hat. Dem steht auch nicht entgegen, daß in letzterm Verhältniß der Erborger allemal Eine Person ist, oder auch es Mehre sind, welche das Geschäft dergestalt auf ihren Namen und für ihre Rechnung führen oder führen lassen, daß sie für die dabei contrahirten Verbindlichkeiten persönlich und mit ihrem ganzen Vermögen haften. Denn es liegt eben in der Idee der Actiengesellschaft, daß der Verein im Ganzen diese Person bilde, und kein andres Vermögen, als das durch die Einschüsse der Actionäre zusammengebrachte, von dem Geschäfte in Anspruch genommen werde.*’ Vgl. ook Lehmann I (1898), 236 en Mehr 2008, 353.

tot het vermogen van de vennootschap,¹⁵⁸ terwijl de *corporative Verfassung* slechts diende om als eenheid aan het rechtsverkeer te kunnen deelnemen.¹⁵⁹

De controverse over de rechtspersoonlijkheid had haar weerslag op het ADHGB van 1861.¹⁶⁰ De verschillende theorieën leidden uiteindelijk tot een compromis dat zowel aan voor- als tegenstanders van rechtspersoonlijkheid munitie bood om hun gelijk te halen met een beroep op de wetstekst: enerzijds was de AG *als solche* zelfstandige draagster van rechten en verplichtingen (§ 213 ADHGB); anderzijds kende § 216 aan iedere aandeelhouder *einen verhältnismäßigen Anteil am Vermögen der Gesellschaft zu*.¹⁶¹

Kort na de invoering van het ADHGB publiceerde Renaud een standaardwerk over de AG dat niet alleen in Duitsland, maar ook in Nederland invloed heeft gehad.¹⁶² Volgens hem kan de AG niet worden gebaseerd op de *societas* omdat de AG, anders dan de *societas*, niet berust op een overeenkomst maar op statuten.¹⁶³ De statuten beschouwt Renaud niet als een bijzonder contract, maar als een institutioneel kader waaraan de aandeelhouders zich vrijwillig gebonden hebben.¹⁶⁴ Er bestaat dan ook geen contractuele band tussen de aandeelhouders; ieder van hen is daarentegen wel gebonden aan de statuten, evenals de verschillende organen van de vennootschap. Anders dan bij de *societas* brengt het onpersoonlijke karakter van de AG mee, dat de identiteit van de aandeelhouders zonder belang is.

158. 'Die (...) Aktien aber sind Urkunden über Antheile am Eigenthum einer Eisenbahn oder einer anderen industriellen Anstalt, und der Inhaber einer solchen Aktie ist ein Miteigenthümer.' (Savigny 1853, 113)

159. Savigny 1853, 113-114 schrijft in een voetnoot: 'Es muß jedoch bemerkt werden, daß für dieses Rechtsverhältniß eine zweifache Auffassung denkbar ist. Man kann nämlich die Corporation als Eigenthümer der Anstalt ansehen, so daß dann die einzelnen Aktionäre als Glaubiger der Corporation oder als bloß Nußungsberechtigte gedacht werden müßten. – Man kann aber auch zweitens (welches meine Ansicht ist) die Aktionäre als Miteigenthümer der Anstalt ansehen, so daß die corporative Verfassung bloß die leichtere und vollständigere Vertretung nach außen zum Zweck hat. Für diese Auffassung spricht der Umstand, daß ursprünglich gewiß eine reine Societät (also Miteigenthum der Einzelnen) vorhanden ist, und daß die spätere Ertheilung der Corporationsrechte gewiß nicht dazu bestimmt ist, das innere Rechtsverhältniß wesentlich umzuändern. (...) Diese ganze Streitfrage hat übrigens eine bloß theoretische Bedeutung. – Auch schon das Römische Recht kennt Corporationen dieser Art.' Vermoedelijk doelt Savigny met de laatste volzin op de *societas vectigalium* (nr. 33). Over Savigny en de AG: Fleckner 2007, 1023 e.v.

Vgl. voorts Pöhls 1842, 53 e.v. die, leunend op de Franse leer, de AG beschouwt als bijzondere vennootschapsvorm en als *moralische Person*.

160. Pahlow 2007, 254 e.v.

161. Palow 2007a, 256 e.v.; vgl. Lehmann I (1898), 238 e.v.

162. Renaud 1863; tweede druk in 1875. Vgl. Lehmann I (1898), 236 e.v. De invloed is bijvoorbeeld terug te vinden in Asser/Scholten I (1940), 160.

163. Renaud 1863, 107.

164. Renaud 1863, 244 verwerpt de opvatting dat de statuten berusten op een overeenkomst: 'Gesellschaftsregel (...) des in's Leben getretenen Actienvereins werden jene Normen nicht durch Vertrag, sondern dadurch, dass die Gesellschaft auf deren Grundlage constituirt wurde, oder dass mit a.W. die Mitstifter und ersten Actionäre dieselben gemeinschaftlich als

Een aandeelhouder van een AG kan daarom zijn belang aan derden overdragen zonder dat de overdracht gevolgen heeft voor het bestaan van de vennootschap. Bij de *societas* leidt uittreding van een vennoot daarentegen tot ontbinding van de vennootschap.¹⁶⁵ Anders dan de *societas* bezit de AG bovendien rechtspersoonlijkheid: de AG is niet alleen tegenover derden een zelfstandige houdster van rechten en verplichtingen, maar ook intern, tegenover de aandeelhouders.¹⁶⁶ Deze opvatting werd spoedig de heersende en vond ook in de rechtspraak navolging.¹⁶⁷

Verschilden Renaud en Savigny van opvatting over de rechtspersoonlijkheid van de AG, bij de vraag wat voor soort rechtspersoon de AG is zocht Renaud inspiratie bij Savigny. Savigny had zijn rechtspersoonlijkheidstheorie in belangrijke mate op de *universitas* gebaseerd, maar had nauwelijks aandacht aan de AG besteed (nr. 112).¹⁶⁸ Renaud nu bracht de AG expliciet onder Savigny's definitie van de corporatie als *eine sichtbare Erscheinung in einer Anzahl einzelner Mitglieder, die, als ein Ganzes zusammengefaßt, die juristische*

Gesellschaftsnorm anerkannt, während jeder spätere Actionär den nämlichen Regeln durch seinen Eintritt in den Verein sich unterwirft. Zie ook p. 243. Vgl. Lehmann II (1904), 8 die, voortbouwend op Renaud, de oprichting van een AG niet beschouwt als *Gesamtakt*, als overeenkomst, maar als rechtshandeling van eigen aard: '[D]ie auf Schaffung des Statuts gerichtete Willenseinigung [ist] nicht ein obligatorischer Vertrag unter den Aktionären, sondern ein auf Erzeugung einer Körperschaft gerichteter Gesamtakt. Die einzelnen Willenserklärungen geschehen nicht im Hinblick aufeinander, um gegenseitig Rechte und Verpflichtungen zu erzeugen, sondern jede ergeht für sich als einseitiges Rechtsgeschäft. Die Übereinstimmung ist nötig, um das auf dem Personverein beruhende Gebilde der juristischen Person ins Leben zu rufen, während eine gegenseitige Bindung der Mitglieder, wie beim Gesellschaftsvertrag nicht bezweckt ist.'

165. Renaud 1863, 109.

166. 'Die Actiengesellschaft ist eine juristische Person ihrem innern Wesen nach. Wie sie nämlich keine Obligation der Actionäre ist, so liegt es in deren Wesen, dass der Verein als solcher, d.h. als Ein Ganzes, in gewissen Rechtsverhältnissen zu seinen Mitgliedern steht, so wie er auch in die verschiedensten rechtlichen Beziehungen zu diesen sowohl wie zu dritten Personen treten kann. Der Actienverein steht als solcher in gewissen Rechtsverhältnissen zu seinen Mitgliedern (...). Wir heben hier zunächst das (...) Recht des Actionärs auf Dividenden hervor. Dasselbe ist kein Recht des socius gegen den socius, nämlich denjenigen, welcher den Gewinn, um dessen Vertheilung es sich handelt, gemacht, keine Befugnis, die mit der actio pro socio angesprochen werden könnte; es ist ebensowenig ein Recht des socius gegen den Institor der Gesellschaft, sondern vielmehr ein Anspruch des Actionärs gegen den Actienverein als Ein Ganzes, oder mit a.W. als Eine Person. (...) Der Actienverein steht aber als Ein Ganzes nicht allein in gewissen rechtlichen Beziehungen zu seinen Mitgliedern als solchen, sondern es ist derselbe seinem Wesen nach geeignet, in die verschiedensten Rechtsverhältnisse zu den Actionären wie zu dritten Personen zu treten. So kann z.B. die Actiengesellschaft als solche Gläubiger wie Schuldner sowohl dritter Personen wie ihrer eigenen Mitglieder in den verschiedensten obligatorischen Verhältnissen sein, jene auch als Klägerin oder Beklagte Processe mit Actionären wie mit Nicht-Actionären führen.' (Renaud 1863, 119–120)

167. Lehmann I (1898), 227 e.v.; Gierke 1887, 38 e.v. met verwijzingen naar rechtspraak.

168. Savigny 1840, 235–359.

Person bilden.¹⁶⁹ Weliswaar verschilde de AG van andere *universitates* doordat de AG slechts kan bestaan na het vergaren van een zeker kapitaal, maar deze eigenaardigheid van de AG doet volgens Renaud niet af aan haar corporatieve karakter.¹⁷⁰ Het feit dat met de AG commerciële doelen worden nagestreefd staat in zijn visie evenmin in de weg aan het corporatieve karakter van de AG; weliswaar zijn publiekrechtelijke *universitates* niet winstgericht, maar privaatrechtelijke corporaties kunnen volgens Renaud wel degelijk (mede) strekken tot het behalen van geldelijk voordeel van hun leden.¹⁷¹

Hoewel Renauds opvattingen concurrentie ondervonden van Gierke, werden zij in de laatste decennia van de 19^e eeuw de heersende. Er waren ook raakvlakken tussen de beide benaderingen. Zowel Renaud als Gierke gingen ervan uit dat de aandeelhoudersvergadering het hoogste orgaan binnen de AG vormde. Hoewel een besluit van de AVA gold als *der unmittelbarste Ausdruck des Corporations-Willens*,¹⁷² was ook volgens Renaud de AVA niet bevoegd alle besluiten te nemen die haar goeddunkten. Zo kon zij volgens Renaud slechts besluiten over de interne aangelegenheden en was zij onbevoegd de vennootschap te vertegenwoordigen of de ondernemingsleiding op zich te nemen.¹⁷³ Bovendien was de AVA volgens Renaud slechts bevoegd besluiten te nemen in overeenstemming met het karakter van de AG als een op winst gerichte ondernemingsvorm: het winstoogmerk van de AG belette daarom de aandeelhoudersvergadering om te besluiten tot schenking. Voorts was de bevoegdheid van de AVA bij Renaud beperkt door de statuten en de doelomschrijving.¹⁷⁴

De beperkte bevoegdheden van de AVA impliceren dat het belang van de vennootschap, een begrip dat Renaud regelmatig bezigt maar niet uitwerkt, niet geheel samenvalt met de opvatting van de (meerderheid in de) aandeelhoudersvergadering.¹⁷⁵ Binnen de institutionele ordening van de AG was de AVA weliswaar het hoogste orgaan, maar de AVA zelf was aan deze ordening ondergeschikt. Hierdoor werd het mogelijk te onderscheiden tussen het belang van de vennootschap en dat van de aandeelhouders. Al verbond Renaud nog geen gevolgen aan dit onderscheid, de kiem voor een latere ontwikkeling is daar. In nr. 112 zagen wij dat ook bij Savigny het belang van de rechtspersoon

169. Renaud 1863, 137, verwijzend naar Savigny 1840, 243. Evenzo Lehmann I (1898), 234 e.v.; 249 e.v.

170. Renaud 1963, 139 e.v.

171. Renaud 1863, 142, verwijzend naar Savigny 1840, 288 volgens wie gronden van de corporatie wel konden worden verpacht of geëxploiteerd ten behoeve van de corporatie of individuele leden (vgl. nr. 33 over de *societas publicanorum*).

172. Renaud 1863, 405. Gierke 1895, 503 spreekt van *souveräne Aeussierung des körperschaftlichen Gemeinwillens*.

173. Renaud 1863, 444. Vgl. Gierke 1887, 685 e.v.

174. Renaud 1863, 443.

175. Zo leidt Renaud 1863, 448 uit het recht van de AVA om toezicht op het bestuur te houden af, dat zij bevoegd en zelfs verplicht is om op te treden tegen het bestuur indien het belang van de vennootschap dit vereist.

op de lange termijn niet samenvalt met de *vorübergehende Herrschaft* van de meerderheid.¹⁷⁶

Het handboek van Renaud heeft grote invloed uitgeoefend op de Duitse doctrine.¹⁷⁷ Veel van zijn opvattingen werden spoedig door andere schrijvers overgenomen. Niet langer was de AG gebaseerd op een overeenkomst tussen de aandeelhouders. De corporatieve eigenschappen van de AG schiepen een institutionele ordening die werd geregeerd door de leer van de *universitas*, door wet en statuten en geïnterpreteerd door een op de *universitas* gestoelde rechtsleer. In de volgende paragraaf zal blijken dat zijn opvattingen ook onder de Nederlandse schrijvers groot gezag genoten; zij zouden echter pas halverwege de 20^e eeuw de heersende worden.

5.2.2 Nederland

114 Zedelijk ligchaam en NV. In Nederland verliep de discussie anders dan in Frankrijk en Duitsland. Evenals in Frankrijk was de NV een *species* van de maatschap, die in art. 1655 BW werd gedefinieerd als ‘eene *overeenkomst*, waarbij twee of meerdere personen zich verbinden om iets in gemeenschap te brengen, met het oogmerk om het daaruit ontstaande voordeel met elkander te deelen.’¹⁷⁸ Evenals in Frankrijk was het contractuele karakter van de NV stevig in de wet verankerd.¹⁷⁹ Evenmin als in Frankrijk bepaalde de wet uitdrukkelijk dat de NV rechtspersoonlijkheid bezat of werd anderszins gerept van rechtspersoonlijkheid; wel werden, evenals in art. 529 CC, aandelen in een NV op grond van art. 567 lid 4 BW als roerend aangemerkt.¹⁸⁰

Anders dan de CC, kende het BW een titel die was gewijd aan een vereniging van personen die werden aangeduid als *zedelijke lichamen* en die was gestoeld op de oude *universitas*.¹⁸¹ De wet kende geen definitie, slechts een algemene omschrijving in art. 1690:

176. Vgl. in dezelfde richting Gierke 1887, 689 e.v.

177. Nog in 1898 schrijft Lehmann in het voorwoord van zijn standaardwerk dat hij zijn tweedelige handboek (Lehmann I (1898) en Lehmann II (1904)) ‘*im Style von Renaud's Werk*’ wil schrijven.

178. Vgl. art. 1832 CC.

179. Art. 15 WvK (‘De verbindtenissen van vennootschappen van koophandel worden geregeerd door de overeenkomsten der partijen, door de bijzondere wetten van den koophandel en door het burgerlijk regt.’). Vgl. art. 18 CdC.

180. Art. 567: ‘Als roerende zaken door wetsbepaling worden beschouwd: (...) 4. Actien of aandelen in maatschappijen van geldhandel, koophandel of nijverheid; zelfs wanneer onroerende goederen, tot die ondernemingen betrekkelijk, aan die maatschappijen toebehooren. Deze actien of aandelen worden geacht roerende zaken te zijn, doch ten opzichte van ieder der deelgenooten alleenlijk zoo lang de gemeenschap duurt (...)’.

181. Huussen-de Groot 1976, 99 e.v., i.v.m. 92 e.v. en 61 e.v.; Van der Heijden 1938, 541 e.v.; Van Sonsbeek 1839, 156 e.v.

‘Behalve de eigenlijke maatschap, erkent de wet ook vereenigingen van personen als zedelijke ligchamen, het zij dezelve op openbaar gezag als zoodanig zijn ingesteld of erkend, het zij zij als geoorloofd zijn toegelaten, of alleen tot een bepaald oogmerk, niet strijdig met de wetten of met de goede zeden, zijn zamengesteld.’

Uit de toelichting kan worden afgeleid dat de wetgever heeft gedacht aan publiekrechtelijke rechtspersonen en privaatrechtelijke verenigingen zonder winstoogmerk.¹⁸² De wet zelf zweeg echter over het (on)baatzuchtig karakter van het zedelijk lichaam.

Doordat het zedelijk lichaam was gebaseerd op de *universitas*, kende de Nederlandse wet, anders dan de Franse, een wettelijke kapstok waaraan de verdere ontwikkeling van een leerstuk over rechtspersoonlijkheid kon worden opgehangen; in de wettelijke regeling lag als het ware ‘eene erkenning van persoonlijkheid opgesloten’.¹⁸³ Doordat in de eerste decennia van de 19^e eeuw nog nauwelijks een leerstuk van rechtspersoonlijkheid bestond, kende de wettelijke regeling verschillende gebreken die later voor de nodige hoofdbrekens zouden zorgen.

Zo was het zedelijk lichaam in het ontwerp van 1820, systematisch juist, opgenomen in het Eerste Boek BW dat handelde over personen. Dit ontwerp bepaalde dat ook het zedelijk lichaam als persoon werd beschouwd.¹⁸⁴ Teneinde de verschillen met de maatschap – eveneens een vereniging van personen – beter te doen uitkomen, is de wettelijke regeling uiteindelijk verplaatst naar de 10^e titel van het Derde Boek (verbintenissenrecht), direct na de maatschap. Systematisch en historisch onjuist, beschouwde de wetgever het zedelijk lichaam als een *overeenkomst*. Ook interne reglementen werden blijkens de wetsgeschiedenis als overeenkomsten beschouwd.¹⁸⁵ Tegelijk regelde de wet juist niet de verbintenissenrechtelijke, maar slechts de institutionele elementen die kenmerkend waren voor de *universitas* en die samenhangen met de rechtspersoonlijkheid van het lichaam.¹⁸⁶ In de 19^e eeuw werd nog niet

182. ‘Het was noodzakelijk om (...) te onderscheiden tusschen de vereenigingen *die op openbaar gezag, als zoodanig, zijn ingesteld of erkend*, en dezulken *die als geoorloofd zijn toegelaten*; tot welke eerste klasse onder anderen behooren de Staat, de gewesten, de gemeenten, de dijks- en polderinrigtingen en meerdere van dien aard; terwijl door de tweede klasse worden bedoeld zamenkomsten tot vermaak, gezelligheid, bevordering van kunsten en wetenschappen, weldadige oogmerken, - in één woord, vereenigingen die met eenig doel, niet met de wetten of de goede zeden strijdig, zijn zamengesteld.’ (Voorduin V (1838), 313-314)

183. Diephuis Burgerlijk Regt I (1869), 378. Van Sonsbeek 1839, 156 sprak reeds van een rechtspersoon.

184. Diephuis Burgerlijk Regt I (1869), 379.

185. Voorduin V (1838), 309; 313; 319.

186. Zo was het zedelijk lichaam bevoegd tot het aangaan van burgerlijke handelingen (art. 1691), waarbij niet de leden, maar de bestuurders namens het lichaam handelden (art. 1692 en 1694) en het lichaam konden verbinden (art. 1693). Bestuurders waren in beginsel verplicht tot rekening en verantwoording (art. 1695) en bij de besluitvorming gold

altijd onderkend dat de aard van een contractuele verplichting verschilt van een wettelijke verplichting: terwijl, evenals het zedelijk lichaam en het NV-recht, ook het verenigingsrecht op contractuele leest werd geschoeid, gold dat contractuele verplichtingen partijen strekken tot wet (art. 1374 lid 1 BW).

Sommigen zagen het onderscheid wel degelijk. Met een beroep op de publiekrechtelijke oorsprong van de *universitas* bepleitte Thorbecke al enkele jaren na de inwerkingtreding herziening van de wettelijke regeling.¹⁸⁷ Evenals bij de staat keert volgens Thorbecke het onderscheid tussen publiek- en privaatrecht terug bij het zedelijk lichaam: overeenkomsten tussen leden en het zedelijk lichaam worden weliswaar beheerst door het privaatrecht, maar de interne verhoudingen zijn volgens hem *publiekrechtelijk* van aard. De interne regels binden de leden van het zedelijk lichaam op dezelfde wijze als burgers zijn gebonden aan de wet.¹⁸⁸ Thorbeckes opvattingen werden in zoverre niet verzilverd dat de interne verhoudingen binnen het zedelijk lichaam niet als publiekrechtelijk werden gekwalificeerd. Honderd jaar later zou echter Scholten de basis leggen voor de institutionele vennootschapsopvatting door te spreken van *abstract* recht. Evenals Thorbecke benadrukte Scholten dat de verhouding lid-vereniging voortdurende analogie vertoonde met die van de Staat en zijn onderdanen (nr. 152).

Anders dan Thorbecke had gewenst, werd de wettelijke regeling niet aangepast. Mede onder Duitse invloed zou de rechtsleer zich in de 20^e eeuw wel in de door hem voorgestane institutionele richting bewegen (nr. 152). Naarmate (mede op basis van het zedelijk lichaam) het leerstuk over rechts-persoonlijkheid verder werd ontwikkeld, raakte de contractuele wettelijke grondslag verder op de achtergrond.

Ook in andere opzichten was de wettelijke regeling gebrekkig. De maatschap en het zedelijk lichaam waren beide verenigingen, maar de wet liet in het midden waarin het verschil tussen deze rechtsvormen was gelegen: de wet regelde de maatschap als op winst gerichte vereniging van personen, maar liet de rechts-persoonlijkheid van de maatschap in het midden. Het zedelijk lichaam was

het meerderheidsbeginsel (art. 1696). Het zedelijk lichaam werd geregeerd door haar eigen statuten (art. 1697). De leden waren niet persoonlijk aansprakelijk voor schulden van het zedelijk lichaam (art. 1698), terwijl het voortbestaan van het zedelijk lichaam niet afhankelijk was van de dood van de leden (art. 1699 en 1700).

187. Thorbecke 1846.

188. Anders dan HR 2 januari 1846, *W674* meende Thorbecke 1846 dat een strafbepaling, opgenomen in de kerkorde van de Hervormde Kerk, niet valt te beschouwen als boetebeding, maar als een strafbepaling met een publiekrechtelijk karakter. Dit arrest handelde over de verbindende kracht van een bepaling uit de kerkorde van de Hervormde Kerk die in 1816 onbevoegdelijk was vastgesteld door Willem I.

blijkens de wetsgeschiedenis gedacht als onbaatzuchtige vereniging met rechtspersoonlijkheid, maar sloot winstgerichtheid niet uit; het zedelijk lichaam fungeerde voorts als kapstok voor het leerstuk van rechtspersoonlijkheid.¹⁸⁹ Was het onderscheid tussen maatschap en zedelijk lichaam nu gelegen in de rechtspersoonlijkheid, of in het winstoogmerk? En hoe verhield de NV zich tot beide? Als vennootschap had de NV immers een baatzuchtig karakter, terwijl steeds meer schrijvers aan de NV rechtspersoonlijkheid toekenden (nr. 115 en 116).

Voordeel van de gebrekkige regeling was dat zij ruimte liet voor de rechtsontwikkeling. In de 19^e eeuw werd het verschil tussen maatschap en zedelijk lichaam vooral gezocht in het onderscheiden *oogmerk*: de maatschap als baatzuchtige vereniging en het zedelijk lichaam (dus) als niet winstgerichte vereniging van personen. Dit verschil werkte door in de NV als gekwalificeerde maatschap.¹⁹⁰ Een tweede verschil tussen NV en zedelijk lichaam werd in de 19^e eeuw gezocht in de *aard* van de vereniging: het zedelijk lichaam was een vereniging van *personen* en de NV als vereniging van *geld*.¹⁹¹

Zoals in nr. 113 bleek, werden dezelfde verschillen tussen *universitas* en AG ook in Duitsland opgemerkt. Daar werden zij echter weggeretoucheerd of van ondergeschikt belang geacht, terwijl in Nederland de verschillen juist werden aangezet. Waarschijnlijk speelde het conflict over de koninklijke bewilliging op de achtergrond een rol: wanneer de NV niet als *universitas* werd aangemerkt, zou hierin een argument kunnen worden gevonden om het preventief toezicht af te schaffen.¹⁹² Aan het *Corpus Iuris* kon immers de opvatting worden ontleend dat een *universitas* slechts met tussenkomst van het publiek gezag in het leven werd geroepen, hetgeen ook in de omschrijving van het zedelijk lichaam in art. 1690 BW zijn sporen heeft achtergelaten. Tegenstanders van de koninklijke

189. Van der Heijden 1938.

190. Van Sonsbeek 1839, 159: '[D]it schijnt in allen gevalle zeker, dat tot het wezen van de bedoelde zedelijke ligchamen gevorderd wordt eene vereeniging van *personen* om de *personen* of als zoodanig, mitsgaders de voortdurende vereeniging van *personen*, waardoor (...) de *universitas* bestaat, mitsgaders, dat de aard van een zedelijk ligchaam den aankoop van goederen *als doel*, en ondernemingen om daaruit gemeenschappelijk *voordeel* te trekken, uitsluit, zal zoodanig zedelijk ligchaam niet *re ipsa* in eene maatschappij of vennootschap overgaan.' Vgl. voorts Asser 1877, 33: 'Er is slechts ééne soort van burgerlijke maatschap of vennootschap bij de wet bekend. Het doel om *winst te maken*, ten bate der vennoten, is haar hoofdkenmerk. Daardoor vooral onderscheidt zij zich van andere vereenigingen en zedelijke ligchamen, die zich ten doel stellen eenig algemeen of bijzonder belang te bevorderen, maar niet het *financiëel* belang der leden. Men denke aan vereenigingen tot het oprigten van scholen of andere nuttige instellingen van allerlei aard en in allerlei vorm, die zoowel hier te lande als elders zijn in het leven geroepen.'

191. Van Sonsbeek 1939, 156 e.v., Diephuis Handelsregt I (1865), 56; De Pinto 1876, 60; Van Houten 1889, 8.

192. Portielje 1834, 77 e.v.; Van Hall 1834, 4; 30.

bewilliging benadrukten om deze reden de inherente verschillen tussen *universitas* en NV.¹⁹³

Anders dan in Duitsland kortom, werd de NV doorgaans niet gestoeld op de *universitas* en miste de NV een vergelijkbaar institutioneel karakter als de AG. Drie oorzaken stonden hieraan in de weg: in Nederland werd het niet-commerciële karakter van het zedelijk lichaam benadrukt; bovendien was een principieel verschil dat het zedelijk lichaam personen verenigde, terwijl de NV als vereniging van geld werd gezien; ten derde was het contractuele karakter van de NV uitdrukkelijk in de wet vastgelegd. Toch zouden zo nu en dan elementen van de *universitas* via Duitsland de Nederlandse rechtsleer binnensluipen. Deze invloed is vooral merkbaar vanaf het einde van de 19^e eeuw, toen de invloed van het zich snel ontwikkelende Duitse vennootschapsrecht ook in Nederland deed gevoelen.

115 Rechtspersoonlijkheid NV: literatuur. In nr. 114 werd al aange-stipt dat in de literatuur steeds meer stemmen klonken die de rechtspersoonlijkheid van de NV verdedigden. De rechtspersoonlijkheid van de NV is gedurende enkele decennia voorwerp van debat geweest. De onduidelijkheid werd vergroot doordat enerzijds het Franse en Duitse recht uiteenliepen, en anderzijds de Nederlandse wet door de titel over het zedelijk lichaam niet parallel liep aan de Franse. Grofweg waren er drie opvattingen. De eerste beschouwde de NV als variant van de maatschap en ontkende de rechtspersoonlijkheid; de tweede opvatting knoopte voor wat betreft de rechtspersoonlijkheid van de NV aan bij de Franse leer en betoogde dat het contractuele karakter er niet aan in de weg stond om rechtspersoonlijkheid aan te nemen, terwijl de derde opvatting de Duitse door de *universitas* geïnspireerde leer omarmde en de rechtspersoonlijkheid grondde op de het corporatieve karakter van de NV.

De eerste opvatting, vooral vertolkt door de latere president van de Hoge Raad Kist,¹⁹⁴ past het beste bij het type vennootschap dat de Franse wetgever van de CdC voor ogen moet hebben gestaan: een kleine besloten NV, bestaande uit een beperkt aantal vennoten die tezamen geld hebben ingelegd en die een of meer personen hebben aangesteld om namens hen handel te drijven. Het behoeft dan ook weinig verbazing dat de NV volgens de eerste opvatting berust op een maatschapscontract dat de interne verhoudingen regelt naar de beginselen van de *societas*.¹⁹⁵ Evenals bij de VoF, CV en (soms) de maatschap berust de NV volgens Kist nog op een tweede overeenkomst, een overeenkomst van lastgeving. Deze maakt het mogelijk om aan het rechtsverkeer deel te

193. Portielje 1834, 77.

194. Kist 1855 en 1863.

195. Kist 1863, 2 e.v. Bij de NV geldt volgens Kist als bijzonderheid dat dit contract nietig is, indien Koninklijke bewilliging ontbreekt en/of de overeenkomst niet in notariële vorm is vastgelegd (Kist 1863, 172 en 177).

nemen.¹⁹⁶ Op grond van de lastgevingsovereenkomst handelen de bestuurders van een NV uitsluitend als lasthebbers en niet mede op eigen naam. Hoewel zij volgens Kist in zoverre gelijk staan aan bestuurders van een zedelijk lichaam, zijn zij geen vertegenwoordigers van een gefingeerde persoon, maar lasthebbers van natuurlijke personen zoals bij de CV.¹⁹⁷ Bestuurders verbinden de vennoten niet rechtstreeks, maar zijn slechts bevoegd om over het aandeel van de vennoten in de NV te beschikken.¹⁹⁸ Langs deze weg kan volgens Kist het doel van een vennootschap, het bijeenbrengen van een gemeenschappelijk kapitaal, om daarmee gemeenschappelijke winst te behalen, ook worden bereikt zonder rechtspersoonlijkheid aan te nemen. De rechtspersoonlijkheid van alle soorten vennootschappen moet volgens Kist daarom worden afgewezen.¹⁹⁹ Dat neemt overigens niet weg dat handelsvennootschappen een afgescheiden vermogen hebben en in rechte kunnen optreden.²⁰⁰ Kist gaat in zijn monografie niet in op de vraag hoe zijn opvatting zich verhoudt tot art. 567 lid 4 BW (het Nederlandse equivalent van het in nr. 111, nt. 131 aangehaalde art. 529 CC) op grond waarvan aandelen in een NV als roerend worden aangemerkt.

Had Kist aanvankelijk enkele medestanders,²⁰¹ zijn opvattingen bleken vooral toegesneden op de kleinere NV's uit de eerste helft van de 19^e eeuw. De tweede, door Diephuis verdedigde opvatting bleek beter te passen bij een groeiende economie en grotere NV's. Diephuis betoogde, in aansluiting op de Franse heersende leer:

‘[De NV] vormt (...) een persoon op zichzelf, aan wie het maatschappelijk kapitaal toebehoort, en voor wie door hare vertegenwoordigers wordt gehandeld. De deelgenooten zijn als zoodanig niet bevoegd voor haar te handelen, maar ook wegens geene harer verbindtenissen aansprakelijk. Zij zijn veelal aan elkander, ligt ook aan de bestuurders der vennootschap, en althans aan derden onbekend. Het komt er dan ook niet op aan, wie die deelgenooten zijn; allen zijn het, maar ook alleen zij zijn het, die een of meer aandeelen hebben in het kapitaal der maatschappij, en men kan zeggen, dat de naamlooze vennootschap meer eene vereeniging is van aandeelen of actiën, dan van personen.’²⁰²

Diephuis kwalificeerde de NV dus als rechtspersoon, náást het zedelijk lichaam en niet, zoals de Duitse leer, als een *species* van de *universitas*. De opvattingen

196. Kist 1863, 3 e.v.

197. Kist 1863, 160.

198. Kist 1863, 161; 198.

199. Kist 1863, 8.

200. Kist 1863, 11 e.v.

201. Asser e.a. 1845, 282; Mom Visch 1866, 601.

202. Diephuis Handelsregt I (1865), 56.

van Diephuis kunnen als de heersende worden beschouwd tegen het einde van de 19^e eeuw.²⁰³

Dat betekent niet dat de strijdvraag daarmee uit de wereld was. Juist tegen het einde van de 19^e eeuw begonnen de Duitse opvattingen in Nederland door te dringen. Een toenemend aantal schrijvers verdedigde de rechtspersoonlijkheid op basis van het corporatief karakter van de NV.²⁰⁴ Deze opvatting zou zich weliswaar in de 19^e eeuw niet doorzetten,²⁰⁵ maar heeft hier en daar wel invloed uitgeoefend, bijvoorbeeld in de discussie over het meerderheidsbeginsel. Ook tijdens de parlementaire behandeling van het Ontwerp Jolles (1871) zijn sporen van de corporatieve opvatting terug te vinden.²⁰⁶

116 Rechtspersoonlijkheid NV: HR. De vraag of de NV rechtspersoonlijkheid bezit heeft de Hoge Raad uiteindelijk in 1901 in positieve zin beantwoord in een uitvoerig opgezet arrest.²⁰⁷ De casus was de volgende. Sandhövel was met drie anderen overeengekomen om NV De Hoop op te richten. Sandhövel bracht daartoe enkele onroerende zaken in, waartegen de NV 90% van de aandelen aan Sandhövel zou uitgeven. Sandhövel kwam echter voortijdig te overlijden. De NV weigerde vervolgens om toonderaandelen uit te geven aan zijn erfgenamen. Dezen vorderden ontbinding van de NV, daartoe stellende dat de NV slechts een overeenkomst tussen de vennoten behelst en dat wanprestatie onder het vennootschapscontract de mogelijkheid tot ontbinding van de NV schept. De NV antwoordde met een ‘juridisch-verstopper-tje-spelen’: zij voerde aan dat er verschil bestaat tussen enerzijds de overeenkomst tussen de oprichters die strekt tot oprichting van de NV en anderzijds de statuten van deze rechtspersoon. Bij de oprichtingsovereenkomst is de NV geen partij – zij bestond immers op dat moment nog niet. De NV kan daarom geen wanprestatie onder de oprichtingsovereenkomst

203. Zie bijv. De Wal I (1861), 80; Asser 1877, 35; Van Boneval Faure 1883, 310; Mulder 1884, 1; Molengraaff 1899, 74; Schouten 1906, 156 e.v.; Asser I (1885), 495 en 512 nam een tussenstandpunt in.

204. Biederlack 1887, 32; De Sitter 1887; Hymans 1891, 11, 451 e.v.; Drost 1903, 48 e.v.; Scholten 1926a; Vrij 1923.

205. Vgl. Van der Heijden 1919, 313–314. Vanaf de jaren ‘30 van de 20^e eeuw zou de corporatieve opvatting meer aanhang krijgen. Zie daarover § 7.3.1.

206. In de reactie van de Tweede Kamer op een voorgestelde bepaling dat bestuurders jegens derden aansprakelijk zijn indien zij handelen in strijd met wet of statuten wordt gesteld (curs. MdJ): ‘Algemeen was men het hierover eens, dat de bestuurders tot schadevergoeding aansprakelijk gesteld moeten worden jegens derden voor elk verzuim in het beheer, dat aan deze nadeel had toegebracht. Men achtte het volkomen gerechtvaardigd *de bestuurders niet enkel te beschouwen als lasthebbers der vennoten*, in welk geval deze voor hunne daden aansprakelijk zouden geweest zijn, *maar als beheerders van een ligchaam, dat zijn ontstaan te danken heeft aan de gunst der wet* en dat dus door de wet zou moeten worden geweerd, als zij, waardoor het handelt, hun pligt verwaarloozen jegens het publiek.’ (Handelingen TK 1871–1872, 65, nr. 4, p. 11).

207. HR 18 januari 1901, *W7553*; *MvH XIII* (1901), 40 e.v. (*De Hoop*).

plegen, zodat de vordering tot ontbinding niet kan worden toegewezen. Aan dit betoog zou niet afdoen dat de NV haar eigen statuten niet naleeft. Evenals het hof²⁰⁸ sauveerde de Hoge Raad de opstelling van de NV met de overwegingen:

‘dat eene naamlooze vennootschap is een zelfstandig subject van rechten, geheel afgescheiden van de personen harer aandeelhouders;
dat toch uit de artt. 40–43 W.v.K. volgt, dat de naamlooze vennootschap is eene verzameling van kapitalen, waarbij de namen van de houders der afzonderlijke aandelen onverschillig zijn;
dat, al zijn de namen der oorspronkelijke oprichters uit de openbaar te maken akte van oprichting bekend, dit met de volgende houders niet het geval behoeft te wezen, en zelfs, indien het bedrag der aandelen ten volle gestort is, aandelen in blanco uitgegeven kunnen worden;
dat, waar alzoo zelfs de namen niet bekend zijn, niet kan worden aangenomen, dat, indien de vennootschap met derden overeenkomsten sluit, er tusschen dezen en de individueele aandeelhouders eenige rechtsbetrekking zoude ontstaan;
dat integendeel tusschen de aandeelhouders en de vennootschap wel rechtsbetrekkingen denkbaar zijn, zoowel wegens de overeenkomsten, die zij met de vennootschap kunnen sluiten, als wegens de rechten en verplichtingen, die uit hunne verhouding voortvloeien, zooals de verplichting tot storting en het recht om dividenden te ontvangen;
dat, zoo men de verhouding der bestuurders tot de vennootschap al kan aanmerken als een contract van lastgeving, hier niet te denken valt aan eene lastgeving door iederen aandeelhouder afzonderlijk bij de oprichting gegeven aan de bestuurders, die als zoodanig bij de oprichting geene partij waren, maar aan eene lastgeving door de gezamenlijke aandeelhouders overeenkomstig de statuten verstrekt, waarbij de mogelijkheid niet is uitgesloten, dat eene minderheid van aandeelhouders door de meerderheid overstemd wordt;
dat zoo dan ook art. 40 W.v.K. de vennoten aansprakelijk stelt voor het beloop hunner aandelen, dit niet kan beteekenen eene aansprakelijkheid tegenover derden, maar eene verplichting tot volstorting hunner aandelen tegenover de vennootschap;

208. Hof Amsterdam 12 januari 1900, *MvH* XII (1900), 227 e.v. (*De Hoop*). Volgens het hof was de oprichtingsovereenkomst een wederkerige overeenkomst die verplichtingen voor de oprichters in het leven roept teneinde de NV op te richten. Aan deze verplichting was met de inbreng voldaan. Het hof verklaarde weduwe Sandhövel niet ontvankelijk. In cassatie betoogde Sandhövel dat een NV geen rechtspersoonlijkheid bezit en dat, wanneer de NV wordt gedagvaard, in wezen de gezamenlijke vennoten geacht worden te zijn gedagvaard. Daarom zou ontbinding van de NV tezamen met de oprichtingsovereenkomst wél tot de mogelijkheden behoren.

dat deze beschouwing bevestigd wordt door art. 567 no. 4 B.W., omdat, indien de aandeelhouders, zoolang de vennootschap (in het artikel met den minder juiste naam van gemeenschap aangeduid) duurt, te beschouwen zouden zijn als mede-eigenaars der onroerende goederen, aan de vennootschap toebehoorende, de aandeelen onmogelijk als roerende zaken zouden kunnen worden aangemerkt;

dat uit een en ander volgt, dat in de onderhavige zaak, waar sprake is van eene verplichting der vennootschap zelve, die voor de oprichting nog niet bestond, en dus geene partij bij de akte kon zijn, indien aan die verplichting niet wordt voldaan, deze omstandigheid er nooit toe zou kunnen leiden om, met toepassing van de artt. 1301 en 1302 B.W. de ontbinding van de overeenkomst van de oprichting uit te spreken.'

De principieel getoonzette overwegingen staan in opmerkelijk contrast met een arrest uit 1898 waarin de Hoge Raad nog geen onderscheid tussen oprichtingsovereenkomst en statuten had gemaakt. Misschien wel uit respect voor zijn in 1897 overleden president Kist had de Hoge Raad in 1898 de rechtspersoonlijkheid van de NV nog in het midden gelaten. De Hoge Raad overwoog in 1898 dat de oprichting van een NV een overeenkomst tot oprichting vereiste, omdat de NV 'in haar wezen is eene overeenkomst tusschen partijen',²⁰⁹ maar had geen onderscheid gemaakt tussen overeenkomst tot oprichting en de overeenkomst die in de statuten besloten ligt.

In 1901 waren de geesten rijp om de rechtspersoonlijkheid van de NV te aanvaarden. De Hoge Raad hanteerde daarbij dezelfde argumenten als Troplong enkele decennia eerder in Frankrijk: art. 567 BW, het equivalent van art. 529 CC, merkt aandelen als roerende zaken aan.²¹⁰ Wanneer men de NV niet als rechtspersoon beschouwt, maar als bijzondere vorm van mede-eigendom, valt niet uit te leggen dat een aandeel in de NV roerend is wanneer de NV 'eigenaar' is van onroerende goederen.²¹¹

Volgens de Hoge Raad wordt de rechtsverhouding tussen de oprichters beheerst door de oprichtingsovereenkomst, die tevens voorwaarde vormt voor het ontstaan van de NV – de tijden waren nog niet rijp voor een oprichtingshandeling als *Gesamtakt* of als rechtshandeling van eigen aard.²¹² De oprichtingsovereenkomst schiep echter geen rechten en verplichtingen voor de NV omdat de

209. HR 27 mei 1898, *W7128 (Concordia)*.

210. Zie hierboven, nr. 111.

211. Daarbij moet wel worden bedacht dat art. 567 BW ook gold voor personenvennootschappen (het art. sprak in algemene zin van 'Actien of aandeelen in maatschappijen van (...) koophandel.'). De Franse rechtsleer verbond hieraan de logische consequentie dat ook personenvennootschappen rechtspersoonlijkheid bezitten.

212. Over de oprichting als *Gesamtakt*: zie Lehmann II (1904), 8; over de oprichtingshandeling als rechtshandeling van eigen aard naar huidig recht: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa (2013), nr. 43.

NV geen partij bij de oprichtingsovereenkomst was. Toch ontstaan wel degelijk rechtsbetrekkingen tussen NV en aandeelhouders – hetgeen men zou kunnen lezen als een verwerping van de opvatting dat de NV voor wat betreft de interne verhoudingen rechtspersoonlijkheid mist.²¹³ Rechtsbetrekkingen tussen NV en aandeelhouders ontstaan uit overeenkomst tussen hen of ‘wegens de rechten en verplichtingen, die uit hunne verhouding voortvloeien, zooals de verplichting tot storting en het recht om dividenden te ontvangen.’ Deze rechten en verplichtingen kunnen moeilijk anders hun oorsprong vinden dan in wet of statuten, al overweegt de Hoge Raad dit niet met zo veel woorden.²¹⁴

5.3 Interne vennootschapsverhoudingen

117 Rechtsverhouding tussen AVA en bestuur. De handboeken uit de 19^e eeuw besteedden opvallend weinig aandacht aan de interne vennootschapsrechtelijke verhoudingen.²¹⁵ De aandeelhoudersvergadering werd slechts eenmaal in de wet genoemd, terwijl de handboeken nog nauw aansloten bij de wettekst. In de laatste decennia van de eeuw groeide, met de economie en de betekenis van de NV voor het economisch verkeer, de aandacht in de literatuur.

Het feit dat de AVA algemeen als hoogste macht werd beschouwd, bracht niet mee dat zij alle belangrijke functies binnen de vennootschap vervulde.²¹⁶ Haar bevoegdheid werd beperkt door wet en statuten en door rechten van individuele aandeelhouders (waarover nader nr. 120 en 121).²¹⁷ Volgens de heersende leer had de AVA een deel van haar bevoegdheden gedelegeerd aan bestuurders en commissarissen die op grond van art. 44 WvK werden benoemd en ontslagen door de vennoten.²¹⁸ In de meeste gevallen kwam dit erop neer dat

213. Zoals Schouten 1906, 157 e.v.

214. Verder is opmerkelijk dat de Hoge Raad vraagtekens plaatst bij de traditionele opvatting dat bestuurders als lasthebbers van de NV zijn te beschouwen. Daarmee lijkt de Hoge Raad afstand te nemen van de opvatting die aan het WvK ten grondslag lag en die ook in art. 43 tot uitdrukking komt. Misschien was de Hoge Raad gevoelig voor Molengraaffs betoog (Molengraaff 1889, 424–425) dat de verhouding tussen bestuurder en NV wordt gekwalificeerd als dienstbetrekking omdat de bestuurder doorlopend diensten aan de vennootschap verleent.

215. Asser e.a. 1845, 22 e.v.; Kist 1863, 184 e.v.; Diephuis Handelsregt I (1865), 88 e.v., De Wal I (1861), 112 e.v.; De Pinto 1876, 72 e.v.; Asser 1877, 45 e.v., Molengraaff 1899, 94 e.v.

216. Kist 1863, 188; Asser 1877, 45; Mulder 1884, 27; Molengraaff 1899, 94; Drost 1903, 70; Kist/Visser 1914, 489. Zie voor een historisch overzicht ook Klaassen 2007, 15 e.v.

217. Kist 1863, 188–189; Mulder 1884, 34–35; Molengraaff 1899, 94; Levy 1902, 24; Drost 1903, 22.

218. Mulder 1884, 27; Drost 1903, 70; Kist 1863, 184 spreekt weliswaar van een verdeling van bevoegdheden, maar hij ging uit van een delegatie op grond van lastgeving.

benoeming en ontslag geschiedde bij meerderheidsbesluit van de AVA (over voordrachts- en aanbevelingsrechten, zie nr. 119).²¹⁹

Bestuurders waren op grond van art. 44 WvK verantwoordelijk voor het *beheer* van de vennootschap, waarbij zij niet verder verantwoordelijk waren, dan ter zake van de behoorlijke uitoefening van de aan hen opgedragen *last*.²²⁰ Hieruit volgt dat, althans in theorie, hun taak en bevoegdheid beperkter waren dan onder het huidige recht waarin bestuurders autonome taken en bevoegdheden hebben. Meer dan onder het huidige recht werd de rol van bestuurders beschouwd als een afhankelijke: de *beheer*staak en de lastgevingfiguur geven een ondergeschikte, afgeleide positie weer. Zoals Mulder schreef: ‘de algem. vergadering vertegenwoordigt de vennootschap, commissarissen vertegenwoordigen de aandeelhouders bij de directie en de directie vertegenwoordigt de vennootschap in- en buiten rechten en is belast met het beheer.’²²¹ De positie van bestuurders was meer ondergeschikt dan in Duitsland, waar bestuurders extern vertegenwoordigingsbevoegd waren, ook indien zij hun interne bevoegdheid overschreden. Meer dan in Nederland hadden bestuurders in Duitsland een eigen autonome positie met bijbehorende taken en bevoegdheid: ongenueanceerd gesteld waren taken en bevoegdheden van de bestuurders afgeleiden van de soevereine bevoegdheden van de vennoten, terwijl in Duitsland, zeker volgens Gierkes orgaantheorie, sprake was van een functionele *verdeling* van bevoegdheden tussen organen (nr. 112 en 113).

Ook uit de algemene omschrijvingen van de normale bestuurstaak leid ik af dat de taken en bevoegdheden destijds beperkter werden gezien dan thans; vertaald naar de huidige terminologie kan men stellen dat bestuurders wel bevoegd waren tot daden van beheer, niet tot daden van beschikking. Zo hadden bestuurders volgens Mulder ‘gewoonlijk *alleen* het beheer van de eigendommen en rechten der vennootschap’ en viel hieronder niet het vervreemden, verpanden, bezwaren of verkrijgen van zaken, tenzij dit uit de bedrijfsvoering volgde.²²² Diephuis bezigde een iets ruimere (cirkelvormige) omschrijving van de bestuurs-taak, waaronder zouden vallen alle handelingen, die de aard van de vennootschap meebracht, voor zover die niet buiten de kring van het beheer lagen en hun

219. Aldus expliciet HR 18 januari 1901, *W7553, MvH XIII* (1901), 40 e.v. (*De Hoop*), aangehaald in nr. 116.

220. Anders Molengraaff 1889, 424 e.v. die de rechtsverhouding kwalificeerde als huur en verhuur van diensten. De tekst van art. 45 WvK was volgens hem niet doorslaggevend, nu art. 44 spreekt van de *aanstelling* van bestuurders, al dan niet *loontrekkende*. Volgens Molengraaff stond het incidentele karakter van lastgeving in de weg om de rechtsverhouding tussen bestuurder en vennootschap als zodanig te kwalificeren. De opvatting van Molengraaff werd in de 19^e eeuw nog niet gevolgd, maar won in het begin van de 20^e eeuw geleidelijk terrein. Vgl. HR 18 januari 1901, *W7553, MvH XIII* (1901), 40 e.v. (*De Hoop*) waarin de Hoge Raad de kwalificatie van de rechtsverhouding uitdrukkelijk in het midden laat.

221. Mulder 1884, 27.

222. Mulder 1884, 31.

bevoegdheid niet door bijzondere bepalingen was beperkt.²²³ Volgens Visser was het bestuur in het algemeen bevoegd tot de handelingen die bij een normale bedrijfsuitoefening nodig waren om het vennootschappelijk doel te verwezenlijken. Tot alles buiten de normale bedrijfsuitoefening was het bestuur in beginsel onbevoegd.²²⁴

De bevoegdheden van bestuurders waren afhankelijk van de last die aan hen was verleend.²²⁵ In *positieve zin* werd de last bepaald in de statuten waarin doorgaans de taken van bestuurders waren opgenomen. Bovendien was de aandeelhoudersvergadering bevoegd een nadere last te verlenen in de vorm van instructies aan het bestuur.²²⁶ In *negatieve zin* werd de last afgebakend bij de statuten of aandeelhoudersbesluit, namelijk door voor te schrijven waartoe bestuurders *niet* bevoegd waren. Voorts was niet ongebruikelijk dat op grond van statuten of aandeelhoudersbesluit bepaalde bestuursbesluiten aan de goedkeuring van aandeelhoudersvergadering of commissarissen waren onderworpen.²²⁷

Anders dan onder het huidige recht was de vertegenwoordigingsbevoegdheid van bestuurders niet in beginsel onbeperkt en onvoorwaardelijk. Voor zover een bestuurder handelde overeenkomstig zijn last, kon hij de NV tegenover derden vertegenwoordigen; in dat geval was de bestuurder niet persoonlijk jegens derden gebonden (art. 45 WvK). *M.m.* gold hetzelfde voor onrechtmatige daad: deze werd aan de vennootschap toegerekend, voor zover de bestuurder handelde binnen zijn last.²²⁸ Wanneer een bestuurder zijn bevoegdheid overschreed, terwijl de bevoegdheidsbeperking aan derden kenbaar was, bijvoorbeeld omdat een beperking in de statuten was opgenomen of omdat de statuten bepaalden dat de desbetreffende handeling was onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van de AVA of RvC, dan was de vennootschap in beginsel niet jegens derden gebonden. Dit was slechts anders wanneer de handeling door het desbetreffende orgaan was bekrachtigd, of indien en voor zover de vennootschap door de handeling was gebaat.²²⁹ Was de vennootschap wél gebonden, omdat de bevoegdheidsbeperking aan derden niet kenbaar was, dan zou dat kunnen leiden tot bestuurdersaansprakelijkheid.²³⁰ Indien derden schade zouden lijden als gevolg van overschrijding van de last van bestuurders, dan waren bestuurders persoonlijk en hoofdelijk aansprakelijk voor schade die derden hierdoor mochten lijden (art. 45 WvK).

223. Diephuis Handelsregt I (1865), 91.

224. Kist/Visser 1914, 515.

225. In HR 31 maart 1876, *W3980 (Oost-Indische Mij van Administratie en Lijffrente)* merkte de Hoge Raad bestuurders aan als lasthebbers en overwoog hij dat bestuurders uitsluitend bevoegd waren tot datgene wat hun was opgedragen.

226. Mulder 1884, 31; Kist/Visser 1914, 515.

227. Kist/Visser 1914, 516.

228. Kist/Visser 1914, 515.

229. Kist/Visser 1914, 517.

230. Kist/Visser 1914, t.a.p.

Dit geheel aan regels leidde ertoe toe dat de zeggenschapspositie van de aandeelhoudersvergadering in drie opzichten sterker was dan onder het huidige recht: vooreerst werd de bestuurstaak in het algemeen beperkter dan thans opgevat, en wel tot daden van beheer. Bestuurders moesten doorgaans meer besluiten ter goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering voorleggen dan onder het huidige art. 2:107a BW. Ten tweede werd een instructierecht algemeen aanvaard. In de derde plaats konden handelingen van bestuurders *buiten* de hen opgedragen last sneller tot bestuurdersaansprakelijkheid leiden, hetzij intern, hetzij extern. De hiërarchische functieverdeling paste goed bij de relatief kleine 19^e-eeuwse NV's met een geconcentreerd aandelenbezit; in dergelijke NV's speelde de AVA een betekenisvollere rol dan bij grote NV's met een gespreid aandelenbezit; dit vertaalde zich in een meer ondergeschikte positie van het bestuur.

Daar stond tegenover dat de informatieverplichtingen van bestuurders aan de AVA naar huidige maatstaven zeer rudimentair waren. Op grond van art. 52 WvK waren de bestuurders verplicht tot rekening en verantwoording. Deze werd in beginsel afgelegd aan de aandeelhoudersvergadering, maar deze kon haar 'hoofdwerkzaamheid'²³¹ ook delegeren aan commissarissen (mits die niet met beheer waren belast, art. 52 WvK), aan enkele in de akte genoemde aandeelhouders, of zelfs aan derden. Moesten de rekening en verantwoording op grond van art. 52 WvK worden goedgekeurd, art. 55 WvK verplichtte de bestuurders slechts tot een jaarlijkse 'opgave' van winsten en verliezen.' Deze opgave kon geschieden in een aandeelhoudersvergadering, maar kon ook plaatsvinden door toezending aan de aandeelhouders of door ter inzage legging.²³²

118 Rechtsverhouding tussen AVA en RvC. Hoewel de meeste NV's een RvC kenden, werd deze, anders dan in Duitsland vanaf 1870, niet wettelijk voorgeschreven. Commissarissen werden doorgaans benoemd en ontslagen door de AVA, maar de wet liet in het midden door wie commissarissen benoemd moesten worden. In een enkel geval werden aandeelhouders wel eens benoemd door anderen dan de AVA, bijvoorbeeld door de Staat, door houders van oprichtersaandelen of crediteuren.²³³ In beginsel waren commissarissen aan de AVA verantwoording verschuldigd. Omstreden was de vraag of commissarissen onherroepelijk mochten worden aangesteld, nu de wet dit niet expliciet verbood.²³⁴

231. Kist 1863, 189.

232. De Wal I (1861), 115; Kist 1863, 189; Diephuis Handelsregt I (1865), 91–92.

233. Vgl. Belinfante 1929, 80.

234. Bevestigend Kist 1863, 91. Ontkennend De Pinto 1876, 74, die o.a. wees op het risico van machtsmisbruik door commissarissen.

De commissarissen vervulden een soort intermediaire functie tussen bestuur en AVA. In hun verhouding tot het bestuur vertegenwoordigden zij de aandeelhouders en oefenden zij namens hen toezicht uit op het bestuur (art. 44 WvK); de wet repte nog niet van een adviserende taak van commissarissen. Voorts konden aandeelhouders aan commissarissen de bevoegdheid delegeren om de jaarrekening goed te keuren (art. 52 WvK). In hun verhouding tot de aandeelhoudersvergadering werden de commissarissen, evenals bestuurders beschouwd als lasthebbers, zij het dat de last als gevolg van hun toezichhoudende taak een andere inhoud had dan die van bestuurders. Commissarissen konden zich ook met beheerstaken bezighouden, met dien verstande dat zij in dat geval niet bevoegd waren de jaarrekening goed te keuren (art. 52 WvK).

Commissarissen hadden recht op inzage in de boeken en de kas en konden onregelmatigheden meedelen aan de aandeelhouders. Voorts hadden zij het recht om een AVA bijeen te roepen.²³⁵ De inhoud van de controlerende taak hing voor het overige af van de aard van de vennootschap; bij grote vennootschappen bracht dit volgens Visser met zich dat het toezicht zich niet verder uitstreckte dan tot de hoofdlijnen van het bedrijf.²³⁶ Daarbij moet men volgens hem in aanmerking nemen dat het commissariaat ‘maar een bijbetrekking is, welke in het verkeer nevens andere betrekkingen pleegt te worden uitgeoefend.’²³⁷ Levy, die de commissaris spottend had gekenschetst als ‘een gedistingeerd wezen, dat tantièmes trekt’,²³⁸ maakte daarentegen wel bezwaar tegen het gebrekkig toezicht door hen die hun commissariaat als één van de tientallen bijbetrekkingen beschouwden.²³⁹ Hoe men het functioneren van de RvC ook moge waarderen, uit de literatuur rijst wel het beeld dat het commissariaat in de praktijk niet altijd functioneerde zoals het was bedoeld, namelijk als orgaan dat namens de aandeelhouders toezicht uitoefende op het bestuur.

235. Kist 1863, 187.

236. Kist/Visser 1914, 525 e.v.

237. Kist/Visser 1914, 526.

238. Levy 1884, 75.

239. In navolging van de Duitse auteur Gemünd drong Levy 1902, 28 aan ‘... op eene regeling in bijzonderheden, die de losbandigheid van, hetgeen voor toezicht zich uitgeeft, ietwat intoomt. Niet ten onrechte, wanneer men (...) in aanmerking neemt, dat er personen zijn, die, gelijktijdig, in het bestuur van een gansche reeks actiëondernemingen gezeten zijn, ja, tot 35 zoodanige plaatsen, en meer (!) gezamenlijk bekleeden. Dat het, alsdan, schier uitsluitend om den zwier van den naam te doen is, zal wel niet betoog behoeven.’ Volgens Levy 1902, t.a.p. moeten commissarissen ook door individuele aandeelhouders kunnen worden aangesproken: ‘Het ligt immers vlak voor de hand, dat men een toezicht scheppend, dat onaantastbaar is, naar twee zijden nadeelen sticht. Vooreerst, naar de zijde van het publiek, dat, slaperig als het altoos is, hier, en nu, op de immers gevestigde reputatie, van immers toezicht oefenende mannen, voorgoed gaat indommelen. Ten tweede, naar de zijde dezer mannen zelf. Voornaam zijn zij van huis uit, c’est entendu, maar een voornaam airmatigen zij bovendien zich nog aan, doordien men hen wel jegens “de vennootschap”, niet jegens den aandeelhouder, aansprakelijk maakt.’



Commissarissen aan het werk.

Commissaris A (tot zijn buurman): "Is dat daar wel pluis met die brandkast....?"

Commissaris B: "Hoor eens, dat moet de directeur maar weten; wij oefenen toezicht op het heele bedrijf, als we ook nog op de brandkast moeten passen..."

(J.C. Braakensiek; Stadsarchief Amsterdam)

119 Concentratie van zeggenschap in de praktijk. In de vorige nummers is uiteengezet hoe de AVA volgens de heersende leer het hoogste orgaan binnen de vennootschappelijke verhoudingen vormde. De vraag is of de machtsverhoudingen in theorie ook overeenstemden met de praktijk.

Deze vraag kan niet worden beantwoord zonder het aandeelhoudersbestand van 19^e-eeuwse NV's in aanmerking te nemen. Voor zover valt na te gaan, kenden de meeste NV's een geconcentreerd aandelenbezit.²⁴⁰ De meeste aandelen waren in handen van een kleine groep grootaandeelhouders, dikwijls de oprichters of hun familie. Een dergelijk aandeelhoudersbestand leidt er doorgaans toe dat, zo de grootaandeelhouders niet reeds zelf bestuurder of commissaris zijn, er toch nauwe contacten tussen de grootaandeelhouders en bestuurders en commissarissen bestaan (nr. 9). Terwijl grootaandeelhouders doorgaans zeer betrokken zullen zijn en gebruik maken van hun zeggenschapsrechten, geldt het omgekeerde voor minderheidsaandeelhouders; deze zijn immers in de regel niet in staat een doorslaggevende stem in de AVA uit te brengen.

Op grond van art. 54 WvK was het aantal stemmen per aandeelhouder beperkt zodat de relatieve machtspositie van minderheidsaandeelhouders werd versterkt (nr. 100). Het is daarom de vraag of de zeggenschapsverhoudingen die vandaag de dag gebruikelijk zijn bij een geconcentreerd aandelenbezit ook

240. Enkele uitzonderingen betroffen de NHM, DNB en de grote spoorwegmaatschappijen.

golden voor de 19^e-eeuwse NV. Immers, doordat de zeggenschap van grootaandeelhouders werd ingeperkt ten gunste van minderheidsaandeelhouders, ontstonden eerder zeggenschapsverhoudingen die overeenkomen met een gespreid aandelenbezit. Volgens de gangbare theorie leidt een gespreid aandelenbezit tot coördinatieproblemen onder aandeelhouders en aandeelhoudersabsenteïsme, als gevolg waarvan de positie van het bestuur ten opzichte van de AVA wordt versterkt (nr. 8).

Er bestaan evenwel aanwijzingen dat dit verschijnsel bij veel 19^e-eeuwse NV's geen, althans niet volledig opgeld deed. Uit sociologisch onderzoek is namelijk gebleken dat er aan het einde van de eeuw de talloze dwarsverbanden onder bestuurders en commissarissen van de grootste NV's bestonden.²⁴¹ Deze dwarsverbanden wijzen op sterke netwerken binnen een kleine financieel-economische elite die erin slaagde om de macht over grote ondernemingen te concentreren. De theorie van de oppermachtige AVA met versterkte zeggenschap van minderheidsaandeelhouders ten spijt, evenals in voorgaande eeuwen was de macht in handen van een kleine groep kooplieden en industriëlen. Hoe slaagden zij erin de macht te concentreren?

Er bestonden verschillende manieren waarop grootaandeelhouders aan de stemrechtbeperking van art. 54 WvK konden ontkomen of de werking ervan konden mitigeren. De eenvoudigste wijze om art. 54 WvK in het geheel niet toe te passen was de oprichting van een CV in plaats van een NV, zoals de Twentsche Bankvereniging, de CV Lens en Bergsma en de Soerabayasche Bank;²⁴² in nr. 103 zagen wij reeds dat deze CV's aandelen aan toonder uitgaven die zelfs aan de beurs werden verhandeld.

Op grote schaal werd art. 54 WvK bovendien ontdoken door het gebruik van stromannen. Een grootaandeelhouder die door art. 54 WvK werd belemmerd om zijn belang te doen gelden droeg zijn aandelen aan toonder over aan stromannen die stemden overeenkomstig zijn instructie. Deze vorm van '*empty voting*' werd door velen geaccepteerd, omdat noch in de literatuur, noch in de praktijk, noch bij het ministerie²⁴³ steun bleek te bestaan voor handhaving van art. 54 WvK.²⁴⁴

241. Schijf 1993.

242. Vgl. Frentrop 2003, 199 e.v.

243. Zowel het Ontwerp Jolles als het Ontwerp Kist stelden voor om art. 54 WvK af te schaffen (nr. 106 en 107).

244. 'Een zoo volmaakte wet te verlangen, die geen ontduiking toelaat, zou een utopie zijn, maar waar ontduiking regel is, in de beste maatschappijen geschiedt, daar mag wel klem gevraagd worden of die bepaling zoo heilzaam is, dat het, niettegenstaande de talrijke ontduikingen, wenselijk is haar te behouden.' (Drost 1903, 79-80) En: 'Deze wijze van handelen, al is zij in strijd met de bedoeling der wet, is zeer algemeen, men ziet in deze wetsontduiking geen slechte daad; wanneer de wet in strijd is met de werkelijke behoeften van den handel, kan het ook niet ten kwade geduid worden dat men die slechte wetsbepaling tracht op zijde te zetten.' (Drost 1903, 82). Enzo Van Houten 1889, 57 e.v. Vgl. voorts Mulder 1884, 49 e.v.

Verder werden soms aan oprichters – dikwijls bestuurders en commissarissen – oprichtersaandelen uitgegeven waaraan meer stemrecht verbonden was dan aan gewone aandelen. Zo kende de Geldersche Stoomtramweg-maatschappij oprichtersaandelen van f 2.500 nominaal die recht gaven op drie stemmen elk, terwijl gewone aandeelhouders f 3.000 moesten inbrengen om eveneens drie stemmen uit te kunnen brengen.²⁴⁵

Een andere methode om de zeggenschap te concentreren bij groot-aandeelhouders was het uitsluiten van de kleintjes door middel van een ‘vennootschappelijk census-kiesrecht’. Vóór 1881 werd in bijna 20% van de statuten, waaronder in die van DNB en NHM, vastgelegd dat het stemrecht slechts kon worden uitgeoefend door aandeelhouders die bijv. 2, 5, 10 of 25 aandelen hielden.²⁴⁶ Het census-kiesrecht werd in de literatuur gerechtvaardigd met een beroep op het beginsel van vrijheid van inrichting en de vrijheid van aandeelhouders om al dan niet toe te treden.²⁴⁷ Vanaf 1888 heeft het ministerie deze praktijk een halt toe geroepen door de koninklijke bewilliging te weigeren indien statuten een vorm van census-kiesrecht behelsden.²⁴⁸ De praktijk bleef echter creatief. Zo kende de Wissel- en Effectbank de mogelijkheid om een aandeel, groot f 10.000 te splitsen in 100 onderaandelen, waarbij 100 onderaandelen slechts tezamen recht gaven op één stem. De aandelen van de Twentsche Bontweverij konden worden gesplitst in twee onderaandelen, waarbij twee halve aandelen, *mits hetzelfde nummer dragende* recht gaven op één stem.²⁴⁹

Er bestonden ook andere manieren die ertoe strekten of tot gevolg hadden dat de macht bij grootaandeelhouders bleef geconcentreerd. Zo bepaalden de meeste statuten dat bestuurders en commissarissen een aantal toonderaandelen bij de vennootschap moesten deponeren of aandelen op naam dienden te verpanden aan de vennootschap tot zekerheid van de behoorlijke taakuitoefening.²⁵⁰ Hoewel dit gebruik niet was ontstaan uit oligarchische motieven, vloeide hieruit *de facto* wel voort dat slechts aandeelhouders met een zeker aantal aandelen in aanmerking kwamen voor een bestuurs- of commissarisfunctie. Daarbij moet worden bedacht dat aandelen vaak een hoge nominale waarde kenden.²⁵¹

245. Van Houten 1889, 75–76; Drost 1903, 86, 87.

246. Van Houten 1889, 27; 52; 64 e.v.; Drost 1903, 16; 28; 86.

247. Mulder 1884, 17–18.

248. Hierover De Witt Hamer in *W*5616 en 5617 (18 en 25 oktober 1888), beide met naschrift van de redactie. Deze koerswijziging van het ministerie is in de literatuur en in de Tweede Kamer tevergeefs bestreden. (Van Houten 1889, 65–73. Drost 1903, 72 e.v.)

249. Van Houten 1889, 74. Molengraaff 1923, 211 noemt nog de uitgifte van winstbewijzen zonder stemrecht; of deze praktijk in de 19^e eeuw al bestond heb ik niet kunnen nagaan; Molengraaff 1899 maakt hiervan nog geen melding.

250. Ook in Frankrijk en Duitsland was dit zeer gebruikelijk. Vgl. Passow 1907, 133.

251. Zie bijv. de Nieuwe Afrikaansche Handels-Vennootschap, *Stcrt.* 1 december 1880, 284 (50 aandelen van f 150 nominaal), de Amsterdamsche Bank, *stcrt.* 16 december 1871,

Ook statutaire voordrachts- en aanbevelingsrechten leidden tot concentratie van macht. De AVA was wel gebonden aan een voordracht, niet aan een aanbeveling.²⁵² In het algemeen kan men stellen dat voordrachtsrechten gebruikelijker waren in de eerste decennia na inwerkingtreding van het WvK²⁵³ en geleidelijk plaatsmaakten voor aanbevelingsrechten.²⁵⁴ Doorgaans hadden voordrachts- of aanbevelingsrechten betrekking op de benoeming van bestuurders, soms ook op de benoeming van commissarissen. De voordracht of

-
- nr. 297 (50 aandelen van *f* 250), de Amsterdam-Borneo Tabak Maatschappij, Stcrt. 30 oktober 1888, nr. 257 (5 aandelen van *f* 1000), Tabak-Maatschappij Arendsburg, Stcrt. 9 juni 1877 (2 aandelen van *f* 10.000); Noord-Borneo Tabak-Maatschappij, Stcrt. 3 oktober 1888, nr. 234 (3 aandelen van *f* 1000, Handels-Vereeniging Amsterdam, Stcrt. 1 februari 1879, nr. 26 (50, resp. 10 aandelen van *f* 500 voor bestuurders, resp. commissarissen), Haven-Stoombootdienst, Stcrt. 1 mei 1880, 103 (5 aandelen van *f* 1000), Nederlandsch-Amerikaansche Stoomvaart Maatschappij, Stcrt. 10 juni 1873, 135 (5 aandelen van *f* 1000).
252. Dit betekenisonderscheid blijkt o.a. uit Bles 1896, 57-58 en uit het Ontwerp Heemskerk uit 1910 (MvT art. 48c, Belinfante 1929, 87).
253. Zie bijv. Amsterdamsche Bank (Stcrt. 16 december 1871, 297): 'De directeuren worden benoemd door de algemeene vergadering van aandeelhouders op voordragt van den raad van toezigt.'
- Rotterdamsche Hypotheekbank voor Nederland (Stcrt. 11-14 sept. 1864), 'Het bestuur der vennootschap is opgedragen aan drie directeuren. Zij worden benoemd door de algemeene vergadering, op voordragt van commissarissen.'
- De Stoomvaart-Maatschappij 'Nederland' (Stcrt. 16 juli 1872, nr. 165): 'Het bestuur der maatschappij wordt gevoerd door drie directeuren, benoemd door de algemeene vergadering van aandeelhouders uit een dubbeltal, door commissarissen voor te dragen, na de directie gehoord te hebben.'
- Nederlandsch-Westfaalsche Spoorwegmaatschappij (Stcrt. 15 augustus 1872, nr. 191): 'De directeur moet zijn Nederlander en wordt gekozen door de algemeene vergadering van aandeelhouders uit eene voordragt van twee personen, door den raad van commissarissen daartoe aan te bieden (...). De raad van commissarissen bestaat uit hoogstens zestien en minstens tien leden, welke door de algemeene vergadering van aandeelhouders worden benoemd en ontslagen. De keuze ter benoeming geschiedt uit een drietal voor elk door de overgebleven commissarissen daartoe aan de algemeene vergadering van aandeelhouders voor te dragen.'
- Bierbrouwerij de Posthoorn en Azijnmakerij de Twee Sleutels (Stcrt. 25 en 26/27 oktober 1851, nr. 253 en 254): 'Ingeval van overlijden, afstand of ontslag van den directeur doen commissarissen eene voordragt aan de vergadering van deelhebbers tot benoeming van eenen nieuwen directeur in deszelfs plaats.'
254. Bijv. Amsterdam-Borneo Tabak Maatschappij (Stcrt. 30 oktober 1888, 257), Rijnlandsche Stoomtramweg Maatschappij (Stcrt. 27 oktober 1880, 254), Nederlandsche Kiosken Maatschappij (Stcrt. 19 oktober 1880, 247), Amsterdam-Deli-Compagnie (Stcrt. 11/12 januari 1880, 9), Tabak-Maatschappij Arendsburg (Stcrt. 9 juni 1877, 133), Algemeene verzeke-ringmaatschappij voor uitkeering bij overlijden 'Hollandia' (Stcrt. 19 oktober 1880, 247), Cultuurmaatschappij Ngredjo (Stcrt. 9/10 januari 1887, 7), Cultuur Maatschappij der Vorstenlanden (Stcrt. 29 maart 1888, 76), Cultuur-Maatschappij Wono-Kitri (Stcrt. 1 aug. 1888, 180), Groninger Waterleiding (Stcrt. 21 november 1879, 272), Handels-Vereeniging Amsterdam (Stcrt. 1 februari 1879, 26), Haven-Stoombootdienst (Stcrt. 1 mei 1880, 103), Nederlandsch-Amerikaansche Stoomvaart Maatschappij (stcrt. 10 juni 1873, 135).

aanbeveling werd doorgaans gedaan door de RvC, soms ook door het bestuur of bestuur en RvC tezamen. Bij de Deli-Maatschappij is nog een creatieve oplossing bedacht om de meerderheidsaandeelhouder NHM de zeggenschap te garanderen: de NHM benoemde zelf de twee commissarissen, terwijl de overige aandeelhouders een voordrachtsrecht had ten aanzien van één van hen.²⁵⁵ Indien de NHM minder dan de helft van de aandelen zou houden, hadden de directeur en commissarissen een voordrachtsrecht voor de benoeming van commissarissen. De benoeming van directeurs geschiedde op aanbeveling van de commissarissen.

Uit deze voorbeelden blijkt dat gedurende de gehele 19^e eeuw arrangementen in omloop waren die concentratie van zeggenschap in de hand werkten. Niettemin kenden de meeste NV's geen voordrachts- of aanbevelingsrechten. Er zijn echter geen aanwijzingen dat NV's als gevolg hiervan meer open werden in die zin dat meer buitenstaanders tot bestuurder of commissaris werden benoemd.

Zowel de uitkomsten van het onderzoek van Schijf naar netwerken onder bestuurders en commissarissen,²⁵⁶ als het bestaan van oligarchische arrangementen ondersteunen de hypothese dat reeds in de 19^e eeuw de betekenis van de aandeelhoudersvergadering binnen de NV een beperkte was, ondanks het feit dat de aandeelhoudersvergadering algemeen als het hoogste vennootschapsorgaan werd beschouwd. De conclusie is dan ook gewettigd dat art. 54 WvK weinig effectief was: voor zover art. 54 WvK de positie van minderheidsaandeelhouders versterkte, zal dit vooral ten koste zijn gegaan van aandeelhouders met een middelgroot belang; grootaandeelhouders wisten de bepaling in de praktijk vaak wel te omzeilen.

120 Het conflict rondom de NHM. Aangezien de belangrijkste wettelijke bepaling ter bescherming van minderheidsaandeelhouders, art. 54 WvK, niet effectief bleek, ontpopte de vraag naar bescherming van minderheidsaandeelhouders zich tot een van de meest omstreden vennootschapsthema's van de 19^e eeuw. De discussie spitte zich toe op de vraag of, en zo ja, onder welke voorwaarden de AVA bevoegd was om de statuten te wijzigen. Mocht de meerderheid besluiten tot statutenwijziging, of hadden aandeelhouders een individueel 'recht op geen wijziging in de statuten'?²⁵⁷ En wanneer de meerderheid kon besluiten tot statutenwijziging, gold dat voor alle bepalingen, of waren er (categorieën) statutaire bepalingen die niet zonder instemming van allen mochten worden gewijzigd?

255. Stcrt. 19 februari 1870, 43. Art. 44 WvK bepaalde wel dat de bestuurders door de vennoten worden aangesteld, maar niets omtrent de benoeming van commissarissen.

256. Schijf 1993.

257. Drost 1903, 40 e.v.

Het ging hier niet alleen om een academische kwestie, zo bleek uit een geruchtmakend conflict tussen de NHM en haar toonderaandeelhouders.²⁵⁸ Weliswaar had de NHM, afgezien van een substantieel minderheidsbelang van de koning, een gespreid aandelenbezit, maar als gevolg van een bijzondere statutaire bepaling konden aandeelhouders op naam de wet voorschrijven aan toonderaandeelhouders. Toonderaandeelhouders hadden namelijk geen stemrecht (nr. 95). De feitelijke machtsverhoudingen deden daardoor denken aan die van een vennootschap met een geconcentreerd aandeelhoudersbestand.

Veel van de in dit hoofdstuk besproken onderwerpen kwamen in dit conflict samen: de rechtspersoonlijkheid van de NV, zeggenschap van aandeelhouders, het meerderheidsbeginsel in relatie tot individuele aandeelhouders en hun *Sonderrechte*. Onder *Sonderrechte* (waarover nader nr. 121) werden verstaan rechten van individuele aandeelhouders jegens de vennootschap van doorgaans vermogensrechtelijke aard zoals het recht op dividend of op een evenredig aandeel in het liquidatieoverschot. Een *Sonderrecht* geeft een aandeelhouder een recht *jegens* de vennootschap en valt te plaatsen tegenover lidmaatschapsrechten die aandeelhouders een recht *in* de vennootschap geven.²⁵⁹ Ook de betekenis van de vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid, alsmede de vraag naar het rechtskarakter van een vennootschapsbesluit, twee kwesties die pas in de 20^e eeuw zouden opspelen, passeren de revue.

Bij KB van 29 maart 1824 werd de voorgenomen oprichting van de NHM bekend gemaakt en werden beleggers opgeroepen om in te tekenen. Dit KB, in wezen een kort prospectus, vermeldde weinig meer dan een intentie tot oprichting, een oproep tot inleg en een koninklijke dividendgarantie van 4,5% per jaar.²⁶⁰ Tevens kondigde het KB aan dat de statuten zouden worden opgesteld door een commissie, bestaande uit personen die voor ten minste vier aandelen van f 1.000 hadden ingetekend. Dankzij de dividendgarantie werd de emissie ruimschoots overtekend.

Bij KB van 18 augustus 1824 heeft Willem I de door de commissie voorgestelde statuten ('artikelen van overeenkomst'), bestaande uit 109 artikelen, goedgekeurd en vastgesteld.²⁶¹ Anders dan het KB van 29 maart 1824

258. Over deze procedure zie ook Verdam 1940, 105 e.v. en Klein Wassink 2012, 13 e.v.

259. Over de *Sonderrecht*-discussie in Duitsland: Vrij 1923 en nr. 112. Soms werden onder *Sonderrechte* ook aandeelhoudersrechten van niet-vermogensrechtelijke aard geschaard, zoals het stemrecht begrepen. In nr. 37 bleek reeds dat deze discussie ook al in de Middeleeuwen speelde.

260. Stcrt. 1 april 1824, nr. 79.

261. KB van 18 augustus 1824, nr. 139, gepubliceerd in het Bijvoegsel tot het Staatsblad 11, 1^e stuk (1824), 626-655 en bij notariële akte 7 februari 1825 formeel vastgelegd. Uit art. 37 CdC maak ik op dat 7 februari 1825 geldt als oprichtingsmoment. Art. 37 bepaalde namelijk dat '*La société anonyme ne peut exister qu'avec l'autorisation du gouvernement, et avec son approbation pour l'acte qui la constitue (...)*.' Opmerkelijk is daarom dat het KB van 18 augustus 1824 meldt dat bij het KB van 29 maart 1824 de 'Maatschappij door ons is opgerigt.'

kenden de statuten zowel aandelen op naam als aan toonder. Deze konden beide in aandelen van de andere vorm worden geconverteerd. Krachtens de statuten genoten de houders van beide soorten aandelen dezelfde dividendrechten, waaronder begrepen het door de koning gegarandeerde dividend. Op grond van de statuten konden deze worden gewijzigd bij meerderheidsbesluit genomen tijdens de ‘algemeene vergadering der stemgerechtigde deelhebbers,’ waartoe slechts behoorden Nederlanders die ten minste zes maanden houder waren van vier aandelen op naam; houders van toonderaandelen waren niet stemgerechtigd.

Tijdens de aandeelhoudersvergadering van 1827 werd een merkwaardig voorstel gedaan. Toonderaandeelhouders zouden worden verplicht hun aandelen te converteren in aandelen op naam. Indien zij hieraan niet binnen zes maanden gevolg gaven, zouden zij weliswaar het door de koning garandeerde dividendrecht van 4,5% behouden, maar, anders dan de houders van aandelen op naam, geen verdere dividendrechten genieten; de toonderaandeelhouders zouden kortom worden gedegradeerd tot obligatiehouders.²⁶² Het behoeft geen betoog dat dit voorstel daar omstreden was waar de meeste aandelenhandel plaatsvond. Ondanks oppositie van Amsterdamse commissarissen en aandeelhouders werd het voorstel met een grote meerderheid aangenomen, vooral met steun van de zuidelijke aandeelhouders.²⁶³ Grootaandeelhouder Willem I maakte van zijn bevoegdheid om de verklaring van geen bezwaar af te geven, gebruik door het besluit zodanig te ‘interpreteren’ dat de toonderaandeelhouders/obligatiehouders in geval van ontbinding wel als *socii* zouden worden behandeld en zouden meedelen in het liquidatieoverschot. Deze koninklijke ‘interpretatie’ werd in 1831 door de aandeelhoudersvergadering geratificeerd.²⁶⁴

Door de moeizame start van de NHM, keerde de maatschappij aanvankelijk geen dividend uit en moest de koning zijn dividendgarantie gestand doen. De besluiten hadden daarom aanvankelijk geen praktische gevolgen. Dat veranderde toen medio jaren '30 de resultaten verbeterden. De aandelen op naam

262. De officiële beweegreden was dat de NHM hiermee speculatie wilde tegengaan; het zou mij echter niet verbazen als de werkelijke motivatie was dat de koning, die aandelen op naam had, hiermee zijn dividendaandeel in betere tijden wilde vergroten ter compensatie voor de door hem gestand gedane dividendgarantie.

263. Zie pleidooi mr. Wintgens gepubliceerd in *W98* (27 mei 1840). De termijn van zes maanden bleek in de praktijk te kort. Zo meldt Wintgens dat Camozzi, de Oostenrijkse consul-generaal in Nederland ‘na eene buitenlandsche reis hier terug gekeerd, zijne aandeelen, 11 ½ in getal, in schuldbekentenissen herschapen, terug vond.’ Ook door verblijf in Indië waren enkele aandeelhouders niet in staat hun aandelen tijdig te converteren.

264. Deze ‘interpretatie’ was vermoedelijk bedoeld als handreiking aan de toonderaandeelhouders, maar had weinig om het lijf, wanneer men bedenkt dat liquidatie uitsluitend viel te voorzien bij financiële problemen; in goede tijden was hun positie gelijk aan obligatiehouders en deelden zij niet in de winst, terwijl zij bij liquidatie, de normale obligatiehouders en andere crediteuren moesten laten voorgaan.

stegen naar 180%, terwijl de toonderaandelen rond pari bleven steken.²⁶⁵ Toen de NHM in 1836 haar eerste ‘echte’ dividend uitkeerde, kwamen de toonderaandeelhouders in het geweer en vorderden dit dividend als aandeelhouders op. De zaak werd aan arbiters voorgelegd, die de NHM in het gelijk stelde. Nadat de rechtbank deze uitspraak executabel had verklaard, stelden de aandeelhouders hoger beroep in, onder andere aanvoerend dat de AVA niet bevoegd was geweest om het litigieuze besluit te nemen. De zaak werd uitvoerig inhoudelijk bepleit, maar het hof wees de vordering tot dividendbetaling af op een onverwachte grond.²⁶⁶ De vordering tot uitkering van dividend kon niet worden toegewezen, ‘zoo lang de (...) besluiten [van 1827 tot statutenwijziging en de bekrachtiging van de koninklijke interpretatie van 1831] niet zullen zijn buiten effect gesteld, waartoe der appelanten conclusien zich ook niet hebben uitgestrekt.’ Het besluit was met andere woorden niet van rechtswege nietig, maar geldig, zo lang de nietigheid niet was ingeroepen.

De vordering tot vernietiging van het besluit liet niet lang op zich wachten, maar nu bediende de NHM zich bij monde van haar advocaat Van Hall, de latere minister van achtereenvolgens justitie en financiën, zich van een interessante exceptie: ‘Het besluit van 1827 is een contract, gesloten door hen die alle de aandelen op naam en in blanco vertegenwoordigen.’²⁶⁷ Volgens Van Hall gaat het hier om een ‘*wils-verklaring* welke, als de wil uitdrukken van de meerderheid, de wil van allen wordt, en dus *contract* wordt.’ Op grond van art. 1304 CC – Frans recht was immers nog op de NHM van toepassing – verjaart evenwel de bevoegdheid tot vernietiging van een overeenkomst na tien jaren.²⁶⁸ Aangezien het besluit was genomen in 1827 en de dagvaarding dateerde van 14 maart 1841, kon het niet meer worden vernietigd. De rechtbank verwierp evenwel het betoog dat een besluit moet worden aangemerkt als een contract, omdat

‘in het onderhavige geval, geene twee of meer partijen tegen over elkander staan, die over en weder eene verbindtenis hebben gesloten, maar er slechts ééne partij, één ligchaam, één *persona moralis* bestaat, namelijk de Nederlandsche Handelmaatschappij, welke voor zich zelve eene bepaling heeft gemaakt, een besluit van te handelen heeft genomen, doch geenszins een contract heeft gesloten, met eene wederpartij (...).’²⁶⁹

265. Pleidooi mr. Faber van Riemsdijk, *W120* (3 september 1840).

266. Pleidooien in *W98*, *W120* en *W131*; Provinciaal Hof van Noord-Holland 5 september 1840, *W121* (NHM).

267. *W236* (22 november 1840).

268. Art. 1304: ‘*Dans tous les cas où l'action en nullité ou en rescision d'une convention n'est pas limitée à un moindre temps par une loi particulière, cette action dure dix ans.*’ Het corresponderende artikel 1490 BW bevatte een termijn van vijf jaar.

269. Rb. Amsterdam 29 november 1841, *W246* (NHM).

Deze overweging is om twee redenen interessant. In de eerste plaats merkt de rechtbank, 60 jaar voordat de Hoge Raad dit zou bevestigen, de NHM aan als rechtspersoon, zulks op een moment dat deze leer nog in de kinderschoenen stond – de inkt van Savigny's *System* was nog nauwelijks droog. Ten tweede is de overweging over de aard van een besluit opmerkelijk, omdat de Hoge Raad in later tijden een besluit juist wél als overeenkomst zou aanmerken, teneinde een grondslag te vinden voor de toetsing van het besluit aan de goede trouw. Deze constructie is evenwel steeds als gewrongen beschouwd en is uiteindelijk verlaten ten gunste van de institutionele leer volgens welke een besluit een rechtshandeling van eigen aard behelst (nr. 151 e.v.). Men zou kunnen zeggen dat de rechtbank meer dan 100 jaar vooruit liep op de rechtsontwikkeling. Tegelijk riep het vonnis vragen op tegen de achtergrond van de toenmalige heersende leer, nu immers de statuten werden beschouwd als overeenkomst. Niet eenvoudig te beantwoorden is dan de vraag hoe het besluit – zelf geen overeenkomst – zich verhoudt tot de statuten, wanneer dat besluit strekt tot wijziging van de statuten.

In een ongepubliceerd hofarrest werd dit vonnis overeind gehouden, waarbij het hof, zo valt af te leiden uit het hiertegen gerichte cassatieberoep, een andere redenering volgde dan de rechtbank.²⁷⁰ Het hof liet in het midden, en mocht volgens de Hoge Raad in het midden laten, of het besluit viel te kwalificeren als een overeenkomst. Het nam namelijk als vaststaand aan dat het besluit tot wijziging van 1827 moest worden gezien in samenhang met de bekrachtiging door de AVA in 1831 van de 'interpretatie' van dit besluit door de koning. Aangezien de dagvaarding net minder dan tien jaar na deze bekrachtiging was uitgebracht, kon art. 1304 CC, wat er verder zij van de toepasselijkheid van dit artikel, niet zijn geschonden. Daarmee stond vast dat de vordering tot nietigverklaring van de besluiten van 1827 en 1831 niet was verjaard, en kon de zaak eindelijk ten principale worden behandeld.

In een ongepubliceerd vonnis²⁷¹ vingen de toonderaandeelhouders bot en ook in appèl hadden zij geen succes, zo blijkt uit de overwegingen van het hof dat overwoog:²⁷²

‘dat het veranderen en wijzigen of vermeerderen der artikelen van overeenkomst, mits niet tegen *het besluit der oprigting of den aard van het contract als naamlooze vennootschap* aanlopende, aan de volstreckte meerderheid der vergadering van stemgerechtigde deelhebbers, het geheele ligchaam der maatschappij representerende, ten volle vrijstond;

270. HR 10 maart 1843, W375 (NHM I).

271. De pleidooien zijn wel integraal gepubliceerd in W451, W452, W453 en W455 (v.a. 14 december 1843).

272. Provinciaal Hof van Noord-Holland 24 maart 1845, W585 (NHM).

dat noch het op naam of aan toonder stellen der aandeelen is essentieel van eene naamlooze maatschappij, noch bij besluit der oprigting is bepaald, en dat het alzoo in de magt van de vergadering van stemgerechtigden stond, en geene onregtvaardigheid behelsde, mits slechts keuze en ruim genoeg tijdperk ter verandering latende, de overige deelgenooten aan eenen meer bepaalden vorm te binden, (...) terwijl het in de natuur der zaak ligt, dat, waar deze magt bestaat, eene penale sanctie mag plaats vinden, ja een besluit zonder deze, eigenlijk onzin zoude zijn.'

Met een beroep op de Franse rechtsleer werd vervolgens in cassatie betoogd dat (i) de NHM een *corpus morale*, een rechtspersoon is, (ii) het recht op dividend een *Sonderrecht* is, hetgeen impliceert dat aandeelhouders in zoverre gelden als crediteur jegens de vennootschap, zodat (iii) dit recht niet zonder individuele toestemming bij meerderheidsbesluit aan toonderaandeelhouders kan worden ontnomen.²⁷³

'Er is één punt, dat dit geheele regtsgeding beheerscht, (...) dat is, dat het *corpus morale* der maatschappij, en dus ook de algemeene vergadering, die het geheele *corpus morale* vertegenwoordigt, alle de deelhebbers vertegenwoordigt, wanneer het derden geldt; maar dat het *aluid quid* is tusschen het *corpus morale* der maatschappij en elk aandeelhouder individueel. (...) Tusschen het *corpus morale* der sociëteit en elken aandeelhouder individueel bestaan wederkeerig regten en verplichtingen en die staan altijd tegen elkander over; wat voor den één regt is, is voor den anderen verplichting en *vice versa*. (...) [A]ls hij, individueele aandeelhouder, nu aan zijne verplichting [tot volstorting] heeft voldaan en hij bekomt een aandeel, dan constitueert dat aandeel *zijn regt* en dan ontstaat wederkeerig het *obligo* voor het *corpus morale*, ten aanzien van alles wat in dat aandeel voorkomt. Dat aandeel bevat de verbindtenis van het *corpus morale* om den houder van het document te beschouwen als lid der algemeene vennootschap, om hem te verzekeren 4½ pct. rente (...), en om hem te verzekeren dividenden in de winst (...). Zoodra nu een individueel deelhouder zoodanig stuk ontvangt, dan constitueert dat stuk *zijn regt* en tevens de verbindtenis van het *corpus morale*.'

Dit pleidooi werd verworpen.²⁷⁴ Naar het oordeel van de Hoge Raad was geen sprake van ongelijke behandeling van aandeelhouders, integendeel:

'de regten der houders van aandeelen, zoo op naam als aan toonder, worden gelijk gemaakt, behoudens de keuze voor de laatste, om hunne aandeelen

273. Het pleidooi is te lezen in *W740*.

274. HR 30 juni 1846, *W723* (*NHM II*).

aan toonder te behouden, onder bepaling echter van alsdan niet te mogen deelen in de jaarlijksche dividenden, terwijl van de andere zijde aan de houders van aandelen op naam, door die wijzigingen en veranderingen, de bevoegdheid werd ontnomen, om hunne aandelen in aandelen aan toonder te kunnen veranderen (...), dat dus de eischers of hunne voorgangers, door hunne aandelen aan toonder te behouden, vrijwillig hebben toegestemd, om van de eventuele jaarlijksche dividenden te worden verstoken, tegen het genot, om die aandelen met meerder gemak in circulatie te brengen’.

Daarbij valt in aanmerking te nemen dat in cassatie slechts aan de orde was of het besluit in strijd was met het eerste KB van 1824, niet of afbreuk werd gedaan aan rechten die in de later opgemaakte statuten waren neergelegd. Van strijd met het eerste KB was geen sprake, zo oordeelde de Hoge Raad. Door toonderaandelen te verkiezen boven aandelen op naam, hadden de toonderaandeelhouders bovendien geaccepteerd geen zeggenschap te kunnen uitoefenen, aldus de Hoge Raad die overwoog:

‘dat door het arrest niet is te kort gedaan aan de (...) bij het besluit van oprigting verkregene regten, (...) immers dat niet is te kort gedaan aan het regt op eene rente van 4½ percent, noch aan het regt der deelhebbers in blanco op dividend in de winsten, daar het van hunne eigene vrije keuze heeft afgehangen, om op het dividend, even als de aandeelhouders op naam, bij voortduring te blijven genieten, of de voorkeur te geven aan het behoud der nu gewijzigde titels, en dat mitsdien die ongelijkheid in de voordeelen het gevolg is en van eigen wil en keuze en van vrijwillige magtiging, reeds bij de inschrijving door hen verstrekt (...) op de algemeene vergadering van stemgerechtigden, tot het maken van veranderingen in de gemaakte artikelen van overeenkomst (...).’

De Hoge Raad voegde hieraan nog een interessante overweging toe

‘dat niet kunnen zijn geschonden de artt. 99, 103, 106 en 108 der statuten van 1824,²⁷⁵ omdat, na des registers interpretatie, de algemeene vergadering der stemgerechtigden, bij het maken der nu betwiste veranderingen, is gebleven binnen de palen harer bevoegdheid en binnen de palen van billijkheid en goede trouw.’

Intrigerend is de deeloverweging dat de statuten niet zijn geschonden omdat de aandeelhoudersvergadering is gebleven binnen de palen van billijkheid en goede trouw. Introduceert de Hoge Raad hiermee een soort vennootschaps-rechtelijke redelijkheid en billijkheid? Is hij impliciet van oordeel dat een

275. Deze artikelen hadden betrekking op de aandeelhoudersvergadering.

aandeelhoudersbesluit in strijd met de eisen van billijkheid en goede trouw wordt beschouwd als overtreding van de statuten? Een dergelijke uitleg zou ver gaan gezien de opvattingen van die tijd. Naar ik vermoed respondeert de Hoge Raad hier op de stelling dat het besluit strijdig is met art. 1134 en 1135 CC (art. 1374 en 1375 BW), op grond waarvan overeenkomsten te goeder trouw ten uitvoer moeten worden gebracht en overeenkomsten mede verbinden tot hetgeen door de billijkheid wordt gevorderd. Klaarblijkelijk verwijst de Hoge Raad hier naar het oordeel van het hof dat het litigieuze besluit *geene onregtvaardigheid behelsde* en laat de Hoge Raad dit oordeel aan de feitenrechter.

121 Meerderheid vs. minderheid: literatuur. Met dit arrest was het debat niet ten einde, integendeel. Het arrest bleef omstreden, mede onder invloed van de later opgekomen Duitse discussie over de *Sonderrechte* van aandeelhouders. Alle schrijvers waren van opvatting dat de vraag of statuten kunnen worden gewijzigd afhing van de omstandigheden van het geval. Daarmee hield de overeenstemming in de literatuur ongeveer op. Wel valt in zijn algemeenheid op te merken dat het meerderheidsbeginsel geleidelijk terrein won ten koste van bescherming van minderheidsaandeelhouders. Naarmate meer vennootschappen werden opgericht en hun ondernemingen groter werden, groeide de behoefte om statuten eenvoudig te kunnen wijzigen en verloren de bezwaren tegen meerderheidsbesluiten aan gewicht.²⁷⁶ Tevens speelde een rol of de schrijver uitging van de contractuele, dan wel corporatieve leer (waarover nr. 115). De aanhangers van de corporatieve leer namen eerder het meerderheidsbeginsel tot uitgangspunt,²⁷⁷ terwijl verplichte instemming van alle aandeelhouders meer in de lijn van de contractuele opvatting lag.²⁷⁸

De vraag wat rechtens is wanneer de statuten over de wijziging niets bepalen is overigens vooral van theoretische betekenis, omdat de statuten doorgaans voorzien in een vorm van besluitvorming bij meerderheid (al dan niet met gekwalificeerde meerderheid en met een quorumvereiste). De vraag spitste zich vooral toe op de kwestie of en in hoeverre besluitvorming bij meerderheid mogelijk was wanneer de statuten in algemene zin bepaalden dat de aandeelhoudersvergadering bij meerderheidsbesluit bevoegd was te besluiten tot statutenwijziging. Verschillende schrijvers zochten naar criteria die het juiste midden tussen de twee conflicterende beginselen konden aanwijzen.

276. De opvattingen van Kist-Visser 1914, 495 e.v. zijn veruit het meest liberaal.

277. Hymans 1891, 48; Drost 1903, 43.

278. Kist 1863, 188-189; Goudsmit 1878, 28; Mulder 1884, 36 en Biederlack 1887, 27. Weliswaar ging de laatste uit van de corporatieve leer, maar nam niettemin dat eenstemmigheid tot uitgangspunt, gelet op de regeling van het zedelijk lichaam in het ontwerp BW van 1820 en het standpunt van de Tweede Kamer in 1832 dat reglementen van zedelijke lichamen als overeenkomsten beschouwde (nr. 114).

Het verste ging Kist die de rechtspersoonlijkheid van de NV ontkende en de contractuele leer consequent doorvoerde.²⁷⁹ De toepasselijkheid van het meerderheidsbeginsel beperkte hij tot handelingen die het ‘gemeene goed’ betreffen; besluiten waardoor de rechten van de vennoten op het gemene goed zouden worden gewijzigd, waaronder een emissiebesluit, behoefde volgens hem instemming van alle aandeelhouders, omdat hierdoor het aandeel van de vennoten in het gemene goed zou worden gewijzigd.²⁸⁰

Goudsmit zocht de oplossing door te onderscheiden tussen statutaire bepalingen die de *essentialia* en die de *substantialia* betroffen.²⁸¹ Onder de *essentialia* verstond hij de omstandigheden zonder welke een aandeelhouder waarschijnlijk niet zou zijn toegetreden, terwijl de *substantialia* bepalingen van ondergeschikt belang waren. Als voorbeeld van *essentialia* noemt hij financiële rechten van aandeelhouders, het stemrecht of het doel van de vennootschap. Ten aanzien van *essentialia* gold volgens Goudsmit unanimitésbeginsel, ten aanzien van *substantialia* het meerderheidsbeginsel.²⁸²

Het onderscheid van Goudsmit werd door Biederlack, Hymans en Drost als te vaag en subjectief verworpen.²⁸³ Zij kwamen met uiteenlopende alternatieven. Volgens Biederlack behoefde de wijziging van bepalingen over de aard, doel en werkring van de NV de instemming van alle aandeelhouders.²⁸⁴ Hetzelfde gold volgens hem voor de *Sonderrechte* van aandeelhouders. Aangezien een aandeelhouder met betrekking tot de *Sonderrechte* tegenover staat de vennootschap als derde, als crediteur, behoefde de wijziging van een *Sonderrecht* volgens Biederlack de instemming van de desbetreffende aandeelhouder.²⁸⁵ Tot wijziging van bepalingen die betrekking hebben op het ‘inwendig leven en beheer’ kon volgens Biederlack bij gewone meerderheid worden besloten.²⁸⁶

Hymans kwam langs een andere weg tot een vergelijkbare uitkomst.²⁸⁷ Besluiten tot wijziging van aard en doel van de NV, het stemrecht, alsmede van *Sonderrechte* vereisten volgens hem ieders instemming.²⁸⁸ Ten aanzien van de

279. Kist 1863, 188–189.

280. Kist 1863, 188–189.

281. Goudsmit 1878, 23 e.v.

282. Vgl. Levy 1902, 23 e.v. volgens wie de wijzigingsbevoegdheid zich niet uitstrekt tot de grondslagen van de vennootschap, waaronder hij verstaat doel, duur en kapitaal.

283. Biederlack 1887, 30; Hymans 1891, 43 e.v.; Drost 1903, 51 e.v.

284. Biederlack 1887, 32.

285. Biederlack 1887, 34.

286. Biederlack 1887, 33.

287. Hymans 1891.

288. Hymans 1891, 30 e.v. Hymans beschouwde deze als de ‘eigenlijke akte van oprichting’, zulks ter onderscheiding van de ‘statuten’ die wél bij gewone meerderheid kunnen worden gewijzigd. De ‘eigenlijke akte van oprichting’ beschouwde hij als een overeenkomst tussen oprichters ten behoeve van de vennootschap; de vennootschap zelf is hierbij geen partij (Hymans 1891, 18 e.v.; 25 e.v.). Omdat de eigenlijke akte van oprichting een overeenkomst

zogenaamde *Verfassungsartikel* (bepalingen die de interne inrichting van de vennootschap regelen) en de *Kollektivrechte* (de rechten die aandeelhouders slechts gezamenlijk kunnen uitoefenen zoals de zeggenschapsrechten van de AVA) woog bij Hymans het corporatieve karakter van de NV zwaarder. Hij bepleitte daarom met betrekking tot deze onderwerpen toepassing van het meerderheidsbeginsel.²⁸⁹

Aan het begin van de 20^e eeuw stelde Drost het meerderheidsbeginsel als hoofdregel voorop, zulks op grond van het eigen, niet-contractuele karakter van de statuten.²⁹⁰ Toch was de bevoegdheid tot wijziging volgens Drost niet onbegrensd. De aandeelhouders waren volgens hem niet bevoegd de statuten te wijzigen indien (i) het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders hierdoor werd geschonden, (ii) daardoor inbreuk op onaantastbare rechten van aandeelhouders zou worden gemaakt, (iii) rechten van derden werden geschonden, (iv) de statutenwijziging strijdig was met een dwingende wetsbepaling, of (v) het doel van de NV te onbepaald zou worden.²⁹¹

Tot slot van deze *tour d'horizon* Visser en Schouten die beiden ruime wijzigingsbevoegdheden aannamen, hetgeen niet wegneemt dat ook volgens hen de bevoegdheid tot wijziging niet onbeperkt was.²⁹² Waar de wet rechten aan aandeelhouders verleende, konden deze volgens hen niet door statutenwijziging worden ontnomen. Dat gold zowel voor *Kollektivrechte*, zoals het recht om bestuurders te benoemen, als voor het stemrecht of het recht op dividend.²⁹³ Hetzelfde gold voor rechten van schuldeisers, waaronder statutaire tantième-rechten van bestuurders of commissarissen en rechten van winstbewijshouders. Visser betoogde voorts dat de aandeelhoudersvergadering niet bevoegd was te besluiten tot omzetting, bijv. in een vereniging tot armenzorg. Hetzelfde gold voor statutenwijzigingen in strijd met de openbare orde en goede zeden.²⁹⁴ Hiervan was volgens hem sprake, wanneer niet alle aandeelhouders gelijkelijk door de wijzigingen zouden worden getroffen en sommige aandeelhouders door de wijziging zouden worden benadeeld ten opzichte van andere. Dergelijke wijzigingen vereisten volgens Visser de instemming van alle betrokkenen aan wier rechten afbreuk wordt gedaan.²⁹⁵

behelsde, kon deze volgens Hymans in beginsel alleen met instemming van allen worden gewijzigd. Het statutaire doel, het bedrag van ieders deelneming en de wijze van winstverdeling konden echter in het geheel niet worden gewijzigd. Hetzelfde gold voor een wijziging die strijdt met goede zeden, openbare orde of de wet (Hymans 1891, 61-63).

289. Hymans 1891, 47 e.v. Een stap verder ging Mulder 1884, 34-35 die unanimiteit beperkt tot de gevallen die de rechten van aandeelhouders treffen, waarbij hij als voorbeeld noemt het besluit tot storting boven de nominale som.

290. Drost 1903, 48-19.

291. Drost 1903, 55 e.v.

292. Kist-Visser 1914, 496 e.v.; Schouten 1906, 169 e.v.

293. Kist-Visser 1914, 497; Schouten 1906, t.a.p.

294. Kist-Visser 1914, 502.

295. T.a.p.

De *Sonderrechte*-discussie ontwikkelde zich ten gunste van het meerderheidsbeginsel min of meer parallel met de groei van ondernemingen en de langzame spreiding van het aandelenbezit. De literatuur bleef echter worstelen met de vraag onder welke omstandigheden de rechten of belangen van individuele aandeelhouders voorrang verdienden boven de wens van de meerderheid. Deze discussie werd al in de Middeleeuwen gevoerd, zo bleek in nr. 37, en is nog altijd niet voltooid. In de 19^e eeuw werd de oplossing belemmerd door een groot geloof in rechtsbegrippen. De literatuur over de *Sonderrechte* biedt een voorbeeld van *Begriffsjurisprudenz* dat tot mislukken gedoemd was, omdat de werkelijkheid zich nu eenmaal onttrekt aan dogmatische begrippen en omdat afbakeningsproblemen niet vallen te vermijden. Dat zou bijvoorbeeld blijken toen Koninklijke Olie in 1898 een nieuwe klasse preferente- en prioriteitsaandelen zou invoeren, waardoor de zeggenschapsrechten (en, in beperktere mate ook de financiële rechten) van gewone aandeelhouders zouden verminderen. De theorie over de *Sonderrechte* voldeed niet, of werd eenvoudigweg genegeerd (nr. 126).

In de 20^e eeuw zou de discussie zich in twee richtingen ontwikkelen: het bereik van onaantastbare *Sonderrechte* zou enerzijds worden ingeperkt tot een ‘harde kern’ – vgl. het huidige art. 2:99 lid 5 BW.²⁹⁶ Voor de gevallen daarbuiten zou de bescherming van minderheidsaandeelhouders niet plaatsvinden aan de hand van rechtsbegrippen, maar aan de hand van het evenredigheidsbeginsel: in geval van onevenredige benadeling van minderheidsaandeelhouders, zouden hun belangen voorgaan boven die van de meerderheid.²⁹⁷ De toetsing aan het evenredigheidsbeginsel vond al plaats in de jaren ‘20 binnen het kader art. 1374 lid 3 BW en werd later toegepast op het leerstuk van misbruik van meerderheidsmacht en op art. 2:8 BW (nr. 151 en 155).

5.4 Synthese

122 *Substitution des Grundes.* In de 19^e eeuw maakte de Nederlandse samenleving grote veranderingen door en de NV veranderde mee. Gestuwd door een lange periode van internationale hoogconjunctuur wist Nederland zich te ontworstelen aan de moeilijke economische situatie van het begin van de 19^e eeuw. Liberale hervormingen halverwege hadden de basis gelegd voor nieuwe welvaart en wierpen uiteindelijk hun vruchten af. Nederland had altijd verhoudingsgewijs veel privaat kapitaal gehad en had dit lange tijd veilig belegd in staatsobligaties en (voornamelijk buitenlandse) bedrijfsobligaties. Met de toegenomen welvaart groeiden de mogelijkheden en bereidheid om risicovoller en binnenlands te beleggen. Familieberijven wisten dankzij een relatief efficiënte

296. Vgl. De Jongh 2006 n.a.v. HR 30 juni 2006, NJ 2006, 363 (*Mellon c.s./Unilever*).

297. De Jongh 2011b.

informele kapitaalmarkt gelden van externe beleggers aan te trekken. Met de groei van het aantal beurs-NV's in de laatste twee decennia van de eeuw ontstond een begin van scheiding van zeggenschap en belang. De meeste vennootschappen werden echter nog gecontroleerd door de oprichters en hun familie; de scheiding tussen zeggenschap en belang gold vooral voor de externe beleggers die aan de beurs of langs informele kanalen een minderheidsbelang verwierven.

Met de opkomst van de beurshandel in aandelen werd Nederland voor het eerst sinds 1720 geconfronteerd met grote aandelenzwendel. Pincoffs' boekhoudfraude kwam aan het daglicht toen Duitsland de scherven bijeenraapte van de veel ingrijpendere *Gründerkrise*. Aangezien Nederland zijn blik in dezelfde periode meer naar Duitsland wendde, ontstond ook in Nederland debat hoe de centrifugale krachten van de NV in het belang van externe aandeelhouders en crediteuren kunnen worden beheerst.

Dit debat voegde zich in de slepende discussie over de herziening van het WvK. Al tijdens de totstandkoming van het WvK was de koninklijke bewilliging omstreden en de liberale tijdgeest had de resterende steun voor het overheidstoezicht verder doen afbrokkelen. In de tweede helft van de 19^e eeuw heerste de consensus dat de koninklijke bewilliging moest worden afgeschaft en dat het wetboek ook overigens aan herziening toe was. Niet alleen in de praktijk heerste deze opvatting, de regering stelde in 1871 met unanieme steun van de Tweede Kamer voor om de koninklijke bewilliging af te schaffen. Het voorstel sneuvelde evenwel, onder andere omdat geen overeenstemming bestond over de vraag wat in de plaats moest komen voor het preventieve overheidstoezicht.

In heel Europa worstelde men met deze vraag. In Engeland, Frankrijk en vooral Duitsland leidde de afschaffing van het preventieve overheidstoezicht telkens weer tot nieuwe wetsherzieningen, die overigens mede waren ingegeven door toegenomen concurrentie van vennootschapssystemen. Engeland zocht de oplossing in meer publicatieverplichtingen en in de invoering van het enquête-recht – de bron van het latere Nederlandse enquêterecht; Frankrijk voerde aanvankelijk de SARL in, een SA die zonder overheidstussenkomst kon worden opgericht, maar verloor toch de concurrentieslag met het Engelse vennootschapsrecht. In 1870 werd de preventieve toetsing ook voor de SA af. Duitsland schafte de *staatliche Genehmigung* in hetzelfde jaar af. Daar trachtte de wetgever in een reeks van vennootschapsherzieningen beleggers en crediteuren te beschermen door een verplichte RvC en steeds strengere regels van kapitaalbescherming. En in Nederland leidde dezelfde worsteling er juist toe dat alles bij het oude bleef: het herzieningsvoorstel van 1871 werd ingetrokken, terwijl het Ontwerp Kist in de lade eindigde.

Al deze wetten en voorstellen mogen sterk zijn gekleurd door een liberale vennootschapsideologie, deze ideologie was niet zonder innerlijke tegenstellingen. In de jaren '30 had de latere minister van justitie en van financiën Van

Hall met een beroep op het *laissez faire*-beginsel de vrijheid van inrichting vooropgesteld. Consequentie van zijn betoog was de voortgezette oligarchie van de koophandels- en industriële elite. Hoezeer liberalen hechtten aan contractsvrijheid en vasthielden aan de contractuele vennootschapsleer, in de praktijk gingen zij vanaf de jaren '60 uit van een duidelijk vooropgezette idee van de vennootschap als een kleine republiek waar de aandeelhouders de hoogste macht uitoefenden. Zo slopen welhaast ongemerkt corporatieve elementen het vennootschapsrecht binnen.

Kenmerkend voor het Nederlandse vennootschapsrecht is altijd geweest dat het heeft opengestaan voor beïnvloeding vanuit het buitenland. Dat blijkt niet alleen uit het Ontwerp Jolles (1871) waarin zelfs wordt verwezen naar het vennootschapsrecht van Ohio, maar ook uit de rechtsleer. Sinds 1800 had het Nederlandse recht zich gevoegd in de Franse bedding, maar was geleidelijk onder Duitse invloed geraakt. Dat gold ook voor de discussie over de vraag of de NV rechtspersoonlijkheid bezit. Deze discussie werd in de eerste plaats gedreven door de groei van veel NV's, maar werd daarnaast beïnvloed vanuit het buitenland, alwaar deze discussie overigens eveneens samenhang met de economische groei. Dat laat onverlet dat de discussie over de rechtspersoonlijkheid een uitgesproken dogmatisch karakter had. De traditionele opvatting, die de noodzaak van rechtspersoonlijkheid ontkende, werd uitgedaagd door onder andere Diephuis, volgens wie het vennootschapscontract niet in de weg behoefde te staan aan rechtspersoonlijkheid. Deze leer, die zich zou ontpoppen tot de heersende, was door het Franse recht beïnvloed. Tegen het einde van de eeuw ontvond deze opvatting concurrentie vanuit Duitsland, waar de heersende leer de AG schaarde onder de *universitas*. De Hoge Raad had in 1901 weliswaar gesproken ten gunste van de tweede opvatting, maar daarmee was de discussie niet beslecht.

Hiermee in nauw verband staat het omstreden thema over de bescherming van minderheidsaandeelhouders. Dit vraagstuk was uiterst actueel, omdat de meeste NV's een geconcentreerd aandelenbezit kenden. Weliswaar beschermde het stemplafond van art. 54 WvK de kleine beleggers, maar in de praktijk wisten grootaandeelhouders deze bepaling wel te omzeilen, bijvoorbeeld door het gebruik van stromannen, of door voordrachts- of aanbevelingsrechten. De oligarchische traditie werd niet gebroken, de liberale tijdsgeest ten spijt.

Doordat effectieve wettelijke bescherming van externe aandeelhouders ontbrak, was het aan de rechtsleer om een oplossing te bedenken voor de vraag of de meerderheid onder alle omstandigheden de minderheid kan binden. Algemeen gesteld won het meerderheidsbeginsel met de groei van veel NV's geleidelijk terrein, maar tegelijk waren er verschillen zichtbaar tussen aanhangers van de contractuele leer en hen die dachten vanuit het kader vande *universitas*. Verdedigers van de contractuele opvatting hadden in het algemeen meer oog voor de belangen van minderheidsaandeelhouders, terwijl het meerderheidsbeginsel vanouds had gegolden binnen *universitates*. In Duitsland had

het vraagstuk geleid tot een omvangrijke literatuur over de *Sonderrechte*. Cruciaal was natuurlijk welke rechten wel en niet als *Sonderrecht* werden aangemerkt, en juist daar kwam de literatuur niet goed uit. In *NHM II* had de Hoge Raad goedgekeurd dat de dividendrechten van toonderaandeelhouders, die van aanvang geen stemrecht hadden gehad, werden beperkt tot het door Willem I gegarandeerd rendement van 4,5% per jaar.²⁹⁸ De uitkomst van deze geruchtmakende procedure had weinigen overtuigd, maar over een alternatief konden schrijvers het niet eens worden.

Zo was de stand van zaken rond de eeuwwisseling: de 19^e eeuw had vele thema's voortgebracht die het vennootschapsrecht vandaag de dag nog beheersen. De spanning van het dominantakkoord was voelbaar, maar de oplossing in het grondtoonakkoord werd vaak nog niet gevonden. In heel Europa werd geworsteld met de afschaffing van het preventieve overheidstoezicht, met de bescherming van minderheidsaandeelhouders en crediteuren, met de uitwassen van aandelenspeculatie, met de rechtspersoonlijkheid van de NV en haar consequenties, en met de vraag hoe de meerderheid en minderheid zich tot elkaar verhouden. De juiste problemen werden wel onderkend, maar waren vaak nog onvoldoende in kaart gebracht, zodat een duidelijke oplossing uitbleef.

Deze boeiende en nog onderbelichte periode van het vennootschapsrecht eindigde in zekere zin als een onvoltooide symfonie, zonder slotakkoord. Toch gaat het hier om een aparte periode: niet zozeer omdat oude thema's werden afgesloten, maar omdat de interne verhoudingen zouden veranderen als gevolg van nieuwe ontwikkelingen: de opkomst van het bindend voordrachtsrecht, gewijzigde internationale verhoudingen, toenemend protectionisme en de herziening van het vennootschapsrecht.

Het open einde ten spijt, wie de 19^e eeuw door de wimpers beziet, zal vooral de fundamentele veranderingen opvallen. Veranderingen, die alle direct of indirect het gevolg zijn van de grote economische groei en van de industriële revolutie die Nederland aan het eind van de 19^e eeuw doormaakte: de groei van het aantal NV's, de populariteit van de besloten NV, de opkomst van de beurshandel in aandelen, het eerste boekhoudschandaal, de ontluikende *corporate governance*-discussie, de erkenning van rechtspersoonlijkheid van de NV, de eerste buitenlandse vennootschappen die zich hier vestigden, en meer ruimte voor het meerderheidsbeginsel ten koste van de bescherming van individuele aandeelhouders. Met de economische groei kwam het vennootschapsrecht tot bloei. Hierdoor had een NV met slechts één aandeelhouder, of een internationaal opererende beurs-NV als Koninklijke Olie nauwelijks iets gemeen met de NV die de wetgever voor ogen stond bij de totstandkoming van de CdC en het WvK: een middelgrote, semi-open NV. Wat niet veranderde was het juridische begrippenkader. Welhaast ongemerkt voltrok zich wat Walther Rathenau heeft

298. HR 30 juni 1846, *W723* (*NHM II*).

genoemd een *Substitution des Grundes*, een innerlijke verandering, verandering van grondslag,²⁹⁹ ofwel

‘... die Erscheinung (...), die alle menschlichen Einrichtungen im Laufe ihres Alterns zu befallen pflegt: die Einrichtung behält ihren Namen und einzelne Züge ihrer ursprünglichen Wirksamkeit, obgleich unmerklich ihre Voraussetzungen, häufig ihre Ziele und ihr inneres Wesen sich geändert haben, ähnlich wie es mit einer verlassenen Muschelschale geschieht, in der Generationen fremder Geschöpfe nacheinander ihre Wohnung aufschlagen.’³⁰⁰

Hetzelfde geschiedde met de NV. Doordat NV's aan het einde van de eeuw een ander karakter hadden dan in 1838 kregen begrippen als NV, rechtspersoonlijkheid, het contractuele karakter van de statuten sluipenderwijs een andere inhoud. Deze geleidelijke en permanente *Substitution des Grundes*, gedreven door de economische ontwikkeling en grotendeels onafhankelijk van het wettelijk kader, valt als constante van ons vennootschapsrecht aan te wijzen, ook in de 19^e eeuw.

299. Tekenbroek 1923, 101, resp. Akkerman 1927, 419.

300. Rathenau 1917, 124.

Deel IV: Oligarchie en groei van de onderneming

Hoofdstuk 6. Oligarchie en wetsherziening: 1900–1928

123 Inleiding. Het vierde deel behandelt een periode waarin de beurs-NV tot grote bloei kwam. Mede dankzij de traditioneel grote besparingen in Nederland kon de aandelenmarkt, na een aanvankelijk late start, de achterstand op omliggende landen snel inhalen. Deel IV bestrijkt de periode van ongeveer 1900–1985. Merkwaardig genoeg ging die bloei, die getuigde van een groot vertrouwen van het beleggend publiek, niet gepaard met veel zeggenschapsrechten. Het tegendeel is veeleer het geval. Aan het begin van deze periode, of zelfs kort ervoor (1898) introduceerde Koninklijke Olie het bindend voordrachtsrecht. Aan het einde, zo rond 1985 bereikte de zeggenschap van aandeelhouders ongeveer het minimum, waarna een tegenbeweging inzette die in deel V aan de orde komt.

Dit hoofdstuk vertoont voor wat betreft het bestreken tijdsvlak (1900–1928) enige overlap met zowel het voorafgaande als het volgende hoofdstuk. Het vangt aan met de discussie over goed ondernemingsbestuur aan het begin van de eeuw (§ 6.1) en vormt in zoverre het vervolg op § 5.1.3 dat handelde over de reflectie in de literatuur op de Pincoffs-affaire en de *Gründerkrise* aan het einde van de lange 19^e eeuw. Weldra spitste de Nederlandse discussie zich toe op één onderwerp: de oligarchische clause, waarmee destijds het absoluut bindend voordrachtsrecht werd aangeduid. Hoewel in deze periode ook in het buitenland beschermingsconstructies werden opgezet, week Nederland voor wat betreft de gekozen vorm af. In § 6.2 wordt de opkomst van het bindend voordrachtsrecht behandeld, evenals het verzet daartegen en een verklaring voor dit typisch Nederlandse fenomeen. De toelaatbaarheid van bindende voordrachtsrechten stond ook centraal tijdens de herziening van het vennootschapsrecht, zo blijkt uit § 6.3. Deze paragraaf onderzoekt hoe de wetgever heeft gezocht naar een synthese tussen de oligarchische praktijk en de heersende contractuele leer die de AVA als hoogste orgaan aanmerkte.

6.1 Discussie over goed ondernemingsbestuur

*L'actionnaire est le plus souvent
un agneau, quelquefois un mouton,
rarement un lion, mais toujours une bête.¹*

124 Steinitzer, Petrażycki en Passow. In de jaren na de eeuwwisseling veranderde de discussie van inhoud en toon, zowel in Duitsland als in Nederland. De economie was verder gegroeid, terwijl misbruiken zoals tijdens de *Gründerzeit* zich niet meer op dezelfde schaal hadden voorgedaan (§ 5.1.3). Hierdoor wijzigden de opvattingen over de NV zich ten positieve. De veranderende opvattingen waren niet het gevolg van een beter functioneren van de AVA. Integendeel: veel schrijvers legden zich neer bij het disfunctioneren van de AVA, terwijl het debat zich concentreerde op verklaringen hiervoor.

Vooraf in Duitsland maakte de economische theorie over de kapitaalvennootschap in korte tijd een grote sprong voorwaarts.² Belangwekkend en ten onrechte in de vergetelheid geraakt is vooral Steinitzers *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*. Wie Steinitzer leest, zal vaststellen dat latere *agency*-theoretici als Jensen, Fama en Meckling grotendeels het wiel opnieuw hebben uitgevonden (nr. 177 e.v.).³ Steinitzer was de Amerikaanse theorievorming ruim zeven decennia vooruit. Waar Fama en Jensen de vennootschap omschreven met de metafoor *nexus of contracts* om aan te duiden dat de vennootschap in economische zin kan worden begrepen als knooppunt van overeenkomsten, sprak Steinitzer al van een *Zyklus* of *Kette von Verträge*.⁴ Steinitzer beschreef hoe economische specialisatie leidt tot een scheiding van de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie binnen de onderneming.⁵ Steinitzer en Passow toonden aan hoe informatie-asymmetrieën, coördinatieproblemen, absenteïsme (waarover nr. 7 e.v.) het gevolg zijn van toegenomen spreiding van aandelen.⁶ Dit alles leidde ertoe dat de aandeelhouders tezamen geen vuist tegen het bestuur konden maken.⁷

1. Deze uitdrukking, aangehaald in Tekenbroek 1923, 55, kent ook een andere variant: '*Quand les choses vont bien, il se fait agneau, quand les choses vont mal, il se fait tigre, mais il reste toujours bête.*' (Slagter 1988, 9)

2. Petrażycki 1906; Passow 1907; Steinitzer 1908.

3. Zie bijv. Jensen & Meckling 1976 en Fama & Jensen 1983.

4. Steinitzer 1908, 49.

5. Steinitzer 1908, 52 e.v.

6. Steinitzer 1908, 65; Passow 1907, 121; 213.

7. '*Je dezentralisierter der Besitz, je größer die Zahl der kleinen Aktionäre wird, desto selbstverständlicher ist es, daß die Gründer und ihre Leute an der Spitze der Unternehmung bleiben (...). Mit der wachsenden Dezentralisation des Aktienbesitzes wächst auch die Ohnmacht der Aktionäre gegenüber dieser regierenden Gruppe. Da sind Leute, die*

Ook tegenstrijdig belang van aandeelhouders, in Duitsland vooral het gevolg van grote participaties van banken die tevens diensten aan de AG verschaffen, droegen volgens Passow bij tot het absenteïsme.⁸ Het absenteïsme versterkte volgens Passow bovendien zichzelf: wanneer aandeelhouders weten dat hun belang toch niet de doorslag zal geven tegenover het bestuur, zullen zij te minder gemotiveerd zijn deel te nemen aan de vergadering.⁹ Daar komt bij dat ontevreden aandeelhouders uit angst voor een stuurloosheid dikwijls toch vaak stemmen tégen het ontslag van een slecht functionerende bestuurder. Dit verschijnsel versterkt eveneens de positie van bestuurders ten opzichte van de AVA, zo betoogde Steinitzer.¹⁰

In Duitsland en Nederland heeft men getracht dit probleem te ondervangen door middel van een RvC – in Duitsland verplicht, in Nederland facultatief maar alom gebruikelijk – die namens de aandeelhouders zou moeten toezien op het functioneren van het bestuur. Steinitzer wil wel zuinigjes toegeven dat raden van commissarissen ‘*gelegentlich nützlich werden können*’, maar er zijn er ook ‘*deren Nützlichkeit für die Gesellschaft auch die liebevollste Lupe nicht entdeckt*.’¹¹

Vernieuwend is ook hoe Steinitzer tegenstrijdig belang van bestuurders en kortetermijngedrag relateert aan de overdraagbaarheid van het aandeel.¹² De overdraagbaarheid van het aandeel nodigt uit tot een kortetermijnstrategie of boekhoudfraude, doordat winsten naar voren worden gehaald ten koste van de resultaten op de lange termijn of winsten hoger worden voorgespiegeld. De uitruil tussen winst op korte termijn en verlies op langere termijn kunnen bestuurders ontlopen door tussentijds hun aandelen te vervreemden. Andersom kan gebrekkig toezicht op bestuurders er ook toe leiden dat bestuurders middelen aan de aandeelhouders onttrekken door de resultaten kunstmatig laag te houden.¹³ Bestuurders zouden zo de koers tijdelijk kunnen drukken en goedkoop aandelen kunnen verwerven. Bestuurders kunnen de zwakke positie van de aandeelhoudersvergadering bovendien gebruiken door hun eigen beloning te verhogen – een *agency problem* waarop Bebchuk en Fried kort vóór de

organisiert sind, das heißt gewöhnt, dauernd und regelmäßig zusammenzuarbeiten, die selbst die Notwendigkeiten des geschäftlichen Betriebs kennen, aber immerhin doch eben zu leiten. Und da sind Leute, die nicht organisiert sind, nicht gewohnt miteinander zu arbeiten – sie kennen einander gar nicht – Leute, denen die Erfordernisse des Geschäftsbetriebs fremd sind – sie haben gar keine Zeit sie kennen zu lernen – und die ihn nicht leiten könnten. Und zwischen beiden Gruppen ein Betrieb, der Kontinuität der Leitung erfordert, – sonst geht er zugrunde.’ (Steinitzer 1908, 64). Vgl. Petrażycki 1906, 152; Passow 1907, 121.

8. Passow 1907, 214.

9. Passow 1907, 215.

10. Steinitzer 1908, 164.

11. Steinitzer, 1908, 139.

12. Steinitzer 1908, 77; 129 e.v.; Petrażycki 1906, 164.

13. Steinitzer 1908, 132 e.v.

kredietcrisis maar 100 jaar ná Petrażycki en Steinitzer de aandacht zouden vestigen.¹⁴

Petrażycki getuigt in zijn boek over *Aktienwesen und Spekulation*¹⁵ van verrassend moderne (gedragseconomische) inzichten in het functioneren van de financiële markten, in het bijzonder ten aanzien van het ontstaan van luchtballen en de ‘temperatuur op de beursvloer.’ Evenals de meeste schrijvers constateert Petrażycki dat bestuurders normaal gesproken de AVA naar hun hand kunnen zetten.¹⁶ De vraag of dit leidt tot schade hangt af van de mate waarin de belangen van bestuurders parallel lopen met die van de aandeelhouders. Naarmate de beurzen positiever zijn gestemd, groeit volgens hem het risico dat de belangen van bestuurders en aandeelhouders uiteen kunnen lopen. In tijden van een *hausse* bestaat bovendien het gevaar dat niet alleen bestuurders, maar ook aandeelhouders gaan lijden aan collectieve zelfoverschatting.¹⁷ De kans is dan groot dat de AVA haar kritisch vermogen verliest en daardoor niet alleen instemt met bestuursvoorstellen die leiden tot grote overinvesteringen en latere afboekingen, maar ook de deuren opent voor misbruik door de ondernemingsleiding.¹⁸ Een eeuw nadien zou Petrażycki zijn gelijk nog eens bevestigd krijgen, getuige het enthousiasme waarmee Fortis-aandeelhouders instemden met de overname van ABN AMRO.

Petrażycki laat zien dat roekeloze AVA-besluiten niet alleen worden genomen wanneer aandeelhouders worden meegesleept door hun irrationele euforie, maar beschrijft ook het fenomeen van *rational irrationality*, een verschijnsel dat in de jaren ‘90 door gedragseconomen zou worden herontdekt. Hieronder wordt verstaan gedrag dat op het niveau van een individu rationeel is, maar op macroniveau tot irrationele of schadelijke gevolgen leidt.¹⁹ In het geval van een AVA kan zich dit voordoen indien een aandeelhouder zich bewust

14. Petrażycki 1906, 164; Steinitzer 1908, 139; Bebhuk & Fried 2004.

15. Petrażycki 1906. Leon Petrażycki (1867–1931) wordt wel gezien als een van de grondleggers van de rechtssociologie. Van Poolse origine en geboren in Vitebsk (nu Wit-Rusland) richtte hij zich mede op het Duitse taalgebied. Tijdens zijn studie in Berlijn in de jaren 1890 maakte hij kennis met de *Gründerzeit*. Van 1897–1917 was hij hoogleraar rechtsfilosofie in St. Petersburg en in 1906 werd hij gekozen in de Doema. In 1917 trad hij toe tot het Russische hooggerechtshof, maar vluchtte nog datzelfde jaar voor de Bolsjewieken naar Warschau waar hij hoogleraar rechtssociologie werd. In 1931 pleegde hij zelfmoord. Als lid van een commissie voor de herziening van het Russische vennootschapsrecht schreef Petrażycki in 1897 *Aktienwesen und Spekulation* in het Russisch. In 1906 is het vertaald en bewerkt voor het Duitse publiek. Ik beschouw Petrażycki hier als Duitse schrijver, omdat zijn analyse stoelt op de Duitse ervaringen uit de *Gründerzeit*.

16. Petrażycki 1906, 154 e.v. wijst op de kennelijke gebruikelijke praktijk dat bestuurders aandelen kopen vlak voor de vergadering en deze uitlenen aan stromannen die stemmen conform de wens van het bestuur.

17. Petrażycki 1906, 175 e.v.

18. Petrażycki 1906, 187.

19. Zie bijv. Cassidy 2009.

is dat aandelen overgewaardeerd zijn en toch zijn stem zodanig uitbrengt dat de luchtbel verder wordt opgeblazen. Deze belegger hoopt ‘mee te surfen’ op de golf van optimisme om dan tijdig uit te stappen vlak voordat de koers in elkaar klapt.²⁰ Niet alleen als gevolg van collectieve zelfoverschatting, maar ook uit ‘rationeel irrationele’ motieven kan de AVA besluiten het bestuur te volgen en in te stemmen met plannen die op de langere termijn juist schadelijk blijken te zijn.²¹

Toch oordeelt Petrażycki over het geheel genomen niet negatief over het functioneren van de AVA. Luchtbellen en ontsporingen zoals tijdens de *Gründerzeit* doen zich maar sporadisch voor, terwijl de volgzzaamheid van de AVA in ‘normale tijden’ niet *per se* negatief moet worden gewaardeerd. Een volgzame AVA vormt in normale tijden een aanwijzing dat aandeelhouders tevreden over hun bestuurders zijn.²² De volgzzaamheid impliceert overigens niet dat bestuurders ook daadwerkelijk goed functioneren, maar moet mede worden gezien tegen de achtergrond dat de AVA als *vielköpfiges, zugleich aber (...) kopfloses Wesen*²³ volgens Petrażycki slechts een heel beperkte taak heeft:

20. ‘Die anderen begreifen vielleicht vollständig (...) daß der hohe Kurs der Aktien in keinem Verhältnis zu deren reellem Werte steht (...), daß alles nur Fiktion und Illusion ist und die Katastrophe früher oder später hereinbrechen muß, durch die Erhöhung des Grundkapitals und die Emission neuer Aktien aber unvermeidlich an Umfang gewinnen wird. Folgt nun hieraus mit Notwendigkeit, daß diese skeptischen Aktionäre in einer der Genehmigung der neuen Emission geneigten Generalversammlung die Opposition bilden (...)? Keineswegs! Ihr Geldinteresse fordert jedenfalls gewöhnlich nicht nur nicht, daß sie die Rolle der Opposition und der Cassandra übernehmen, sondern veranlaßt sie vielmehr zu einer entgegengesetzten Haltung. Gerade diese Personen würden vielleicht mit besonderem Eifer über die Mitglieder der Versammlung herfallen, die den Mißerfolg der geplanten Maßnahme voraussagen, keine Erweiterung, sondern eine Einschränkung des Kapitals und des Unternehmens fordern usw. Wenn sie, trotz ihrer Skepsis in bezug auf das richtige Verhältnis zwischen dem an der Börse notierten Kurse und dem reellen Werte der Aktien dennoch an der Generalversammlung teilnehmen, d.h. ihre Aktien vor dieser Generalversammlung nicht verkauft haben, so bedeutet dies, daß sie, wenn sie auch an den objektiven Erfolg des Unternehmens nicht glauben und dem inneren Wert der Aktien negativ beurteilen, nichtsdestoweniger an den Kurs dieser Aktien, an deren Erfolg auf dem Markte, an der Börse, an die weitere Wirkung oder Steigerung der optimistischen Überschätzung glauben. Ob ihre Annahme dahin geht, daß der Kurs noch einige Jahre, Monate oder Tage (...) nicht fallen, vielmehr weiter steigen wird – ist gleichgültig. Es genügt, daß sie am Vorabend der Generalversammlung noch die Zuversicht haben, daß die Katastrophe am nächsten Tage nicht beginnen (...) wird.’ (Petrażycki 1906, 178)

21. ‘Je schärfer und krankhafter die Spekulationsorgie (...) sich gestaltet, je mehr die Verwaltung des betreffenden Unternehmens auf die Galvanisierung einer wirtschaftlichen Leiche hinausläuft, je stärker der Ruin sich in den krampfhaften Zuckungen des Unternehmens ankündigt, um so größer ist die Popularität der geschickten Führer, um so mehr huldigen ihnen die Morituri.’ (Petrażycki 1906, 180–181)

22. Petrażycki 1906, 168, 171 en 188 e.v.

23. Petrażycki 1906, 191.

‘Die Funktion der Generalversammlung ist (...) hauptsächlich eine negative und zwar wenig komplizierte; sie besteht darin, daß wenn zwischen der Handlungsweise der Direktion und den Interessen der Massen der Aktionäre eine wesentliche Disharmonie entsteht, die Generalversammlung dagegen durch Grollen und Empörung reagiert.’²⁴

Niet alleen is de aandeelhoudersvergadering dikwijls slechts een *leere Formalität, eine Komödie*, dit behoort volgens Petrażycki ook zo te zijn, eenvoudigweg omdat de vergadering niet in staat is om de ondernemingsleiding op zich te nemen.²⁵ Indien het beleid van het bestuur ernstig te wensen over zou laten, zullen aandeelhouders doorgaans langs andere kanalen, zoals via de media, hun ontevredenheid kenbaar maken. Reageert het bestuur hierop niet adequaat, dan verandert de rol van de AVA van een formele in een inhoudelijke door bepaalde voorstellen af te wijzen of bestuurders te ontslaan. Volgens Petrażycki is de rol van de AVA daarom beperkt tot ‘*Sicherheitsventil des Unternehmens für den Fall des Eintritts einer scharfen Dissonanz zwischen den Interessen und den Wünschen des Aktionärenpublikums einerseits und dem Vorgehen der Direktion andererseits.*’²⁶

125 De discussie in Nederland. Ook in Nederland wordt rond de eeuwwisseling steeds meer erkend dat de positie van de AVA *de facto* ondergeschikt is aan die van het bestuur.²⁷ In de literatuur worden voorzichtig de consequenties van de scheiding van belang en zeggenschap overdacht. Zo vraagt Schadée zich af of uit het feit dat niet de aandeelhouders maar het bestuur heer en meester van de NV zijn, moet worden afgeleid dat de rechtspositie van de aandeelhouder niet eerder gelijk op die van een post-concurrente crediteur dan op een lidmaatschapsverhouding.²⁸ Voor een vereniging van personen vindt hij het logisch dat de leden het bestuur te allen tijde kunnen wegzenden, maar volgens hem is een dergelijke regel irrationeel voor een grote vennootschap. Het recht van aandeelhouders om bestuurders te ontslaan moet worden voorbehouden voor bijzondere situaties van faillissement, curatele, fraude en slecht beheer van bestuurders.

24. Petrażycki 1906, 191.

25. Petrażycki 1906, 192.

26. Petrażycki 1906, 193.

27. Zie bijv. Drost 1903, 70: ‘De hoogste macht in de naamlooze vennootschap is de algemeene vergadering van aandeelhouders; al is meestal in de praktijk de betekenis dier vergaderingen gering en doet de algemeene vergadering niet veel anders dan gehoorzaam de bevelen opvolgen van de directie, die de leiding van zaken in handen heeft, uit juridisch oogpunt zijn het de gezamenlijke deelhebbers in de vennootschap, die de hoogste macht vormen.’ Zie voorts Levy 1902, 23–24, aangehaald in nr. 110, nt. 124.

28. Schadée 1903–1906, 145 e.v.

Schadée's opvatting werd weliswaar niet algemeen gedeeld, maar onmoette niettemin begrip. Zo stelt Scholten, half retorisch, dezelfde vragen:

‘Mogen wij, zou ik willen vragen, die aandeelhouders nog als leden eener vereeniging beschouwen en de directie als hun gemachtigde die voor en namens hen handelt? Is het juist in den aandeelhouder den vennoot te zien? Is het niet een bespotting van de werkelijkheid? De juridische vorm is democratisch, de macht aan de algemeene vergadering, de aandeelhouder ten slotte de eerste – de werkelijkheid is oligarchisch, het bestuur (dus directeur en commissarissen) de machthebbers. De schijn is de benoeming van bestuurders door de aandeelhouders – de werkelijkheid is coöptatie. Nu weet ik wel, dat de mogelijkheid bestaat dat de schijnverhouding, die juridisch de meerdere is de andere verbreekt en dat juist deze mogelijkheid een uitnemende preventie is voor allerlei ongerechtigheden, maar ik stel de vraag: moeten we niet tot de erkenning komen, dat de naamlooze vennootschap, zij moge dan corporatie zijn, toch zooveel van de eigenschappen van dien anderen vorm van rechtspersoonlijkheid: de instelling, heeft overgenomen dat dit ook in haar wettelijke regeling tot uiting komt?’²⁹

Ook Tekenbroek vraagt zich af ‘waarom het principieele onderscheid, dat het recht maakt tusschen den aandeelhouder en den schuldeischer, gehandhaafd blijft, waarom de macht in de vennootschap wordt gebracht aan degenen, bij wie zij van nature berust, en waarom de wetgever steeds moet uitgaan van een ‘belangstellenden’ aandeelhouder, die in werkelijkheid niet bestaat (...)’.³⁰ Molengraaff toont eveneens begrip voor deze visie, al deelt hij deze uiteindelijk niet.³¹ Hetzelfde geldt voor Van der Heijden volgens wie Schadée's ‘geestige teekening’ van de aandeelhouder als post-concurrente crediteur zo niet de lezer heeft overtuigd van de praktische bruikbaarheid van het begrip, dan toch zeker een helder licht heeft geplaatst, dat de positie van de individuele aandeelhouder meer heeft van een derde-belanghebbende, dan van een vennoot.³² Deze reactie van Van der Heijden moet mede worden gezien tegen de achtergrond van het op dat moment gebruikelijke bindend voordrachtsrecht. De volgende paragraaf behandelt de opkomst van oligarchische clausules en poogt deze te verklaren.

29. Scholten 1926a, 3–4.

30. Tekenbroek 1923, 103. Zie ook p. 62 en 89.

31. Molengraaff 1926a, 8.

32. Van der Heijden 1926a, 59.

6.2 Oligarchie

126 De bescherming door Koninklijke Olie. In 1898, acht jaar na oprichting van de Koninklijke Nederlandsche Maatschappij tot Exploitatie van Petroleumbronnen in Nederlandsch Indië, deed het bestuur van Koninklijke Olie een voorstel tot statutenwijziging dat veel stof zou doen opwaaien. Uit vrees voor mogelijke ongewenste avances van het Amerikaanse Standard Oil, de trust van Rockefeller, stelde het bestuur voor de zeggenschap van aandeelhouders vergaand te beperken.³³ Het bestuur stelde voor een nieuwe soort preferente aandelen op naam te introduceren die slechts konden worden uitgegeven aan Nederlanders en aan Nederlandse of Nederlands-Indische ingezetenen of vennootschappen.³⁴ De aandelen kenden een winstpreferentie van 4% over de nominale som en konden slechts worden overgedragen na goedkeuring van de vergadering van preferente aandeelhouders.³⁵ Belangrijker waren de zeggenschapsrechten die aan de aandelen verbonden waren. Kern van

-
33. Volgens Frentrop 2002, 218 had Deterding, destijds assistent van directeur Kessler, ontdekt dat Standard Oil een baisse-operatie uitvoerde om, als de koers laag genoeg was, aandelen te kopen. Frentrops interpretatie vindt bevestiging in de toelichting bij het voorstel tot statutenwijziging: 'De ondervinding leerde, dat wel eens omstandigheden worden in het leven geroepen (...) die een buitengewoon groot aanbod van aandelen ter beurse ten gevolge hebben. Doet zich dat herhaaldelijk voor, dan zijn zij, die ter bevordering van hunne eigen belangen, den bloei en de verdere ontwikkeling der Maatschappij willen belemmeren, in staat zich gaandeweg, tegen betrekkelijk lage prijzen, van een zoo groot getal harer aandelen meester te maken, dat zij haar geheel in hunne macht krijgen. Is het eenmaal zoover gekomen, dan is het niet meer de vraag wat het belang der Maatschappij en van hare aandeelhouders eischt, maar alleen wat de belangen vorderen van den concurrent, die zich de heerschappij wist te verzekeren. Dan wordt gedaan wat die vreemde belangen bevordert, nagelaten wat daarmede in strijd is. En de houders van de aandelen, die nog niet in 't bezit van de overheerschers zijn overgegaan, kunnen lijdelijk toezien, hoe hun bezit wordt gedepricieerd. Wil men de toekomst met volkomen gerustheid tegemoet gaan, dan moet dus de gelegenheid worden afgesneden om door opkoop der aandelen de heerschappij over de Maatschappij te verkrijgen. Is die gelegenheid afgesneden, dan zijn de aandeelhouders tevens gevrijwaard tegen manoeuvres, die ten doel hebben, den koers te drukken en hen te benadeelen. (...) [De statutenwijziging] strekt niet alleen om te zorgen, dat opkoop van aandelen, hoe groot ook, niet meer de gelegenheid opent om de macht te brengen in handen van stroomannen of handlangers van een vreemdeling, wien het om iets anders dan den bloei der Vennootschap te doen is – maar ook om te zorgen, dat opkoop niet de gelegenheid verschaft om door nieuwe wijziging der statuten weder weg te nemen wat nu wordt voorgesteld of om tot ontijdige ontbinding of liquidatie over te gaan.'
34. De statuten, het voorstel tot statutenwijziging en Loder 1898 heb ik kunnen raadplegen via <http://stadsarchief.amsterdam.nl>, archief 614 (Commissionairs in effecten en assuranties Dunlop en Van Essen), nr. 1.
35. Indien vervolgens een bepaalde uitkering aan gewone aandeelhouders en directeuren/commissarissen was gedaan, zou het dividend van de preferente aandeelhouders kunnen groeien tot maximaal 8% van de nominale som. Bij liquidatie genoten de preferente aandeelhouders eveneens een preferentie ten aanzien van het op hun aandelen gestorte bedrag.

de bijzondere zeggenschapsrechten was dat de vergadering van preferente aandeelhouders een bindend voordrachtsrecht kreeg voor de benoeming van directeuren, commissarissen en van de vertegenwoordiger in Nederlands-Indië. Bovendien behoeften AVA-besluiten tot statutenwijziging, ontbinding en uitgifte van aandelen de goedkeuring van deze vergadering. Het waren dus preferente en prioriteitsaandelen ineen.

In een pamflet tekende Loder, advocaat van enkele ontevreden aandeelhouders en later raadsheer in de Hoge Raad, protest aan tegen de ‘juridische kakographie’.³⁶

‘Men heeft geen recht tot wijziging meer, als een ander begiftigd is met een absoluut recht van *veto* over elke wijziging die men mocht willen maken. En men heeft geen keuze meer als men moet kiezen uit een voordracht. Het kiezen is dan toch alleen *formeel* bewaard gebleven. *Materieel* zijn het de preferente voogden die kiezen aan wie alleen de kleine en wel te dragen last wordt opgelegd, om in plaats van één persoon die hun aangenaam is *twee* personen voor te dragen die hun welgevallig zijn, zoodat zij feitelijk in eigen vacaturen zelf voorzien. Een stelsel, practisch voor hen die aan het bewind zijn, maar waarmede anders de historie heeft afgedaan. Alle macht der gewone aandeelhouders is daarmee volslagen vernietigd. Er is voor hen geen reden om ooit op eenige vergadering meer te verschijnen waar zij – als aandeelhouders – voortaan alleen hun eigen schimmen kunnen aanschouwen. En daar de preferente aandeelhouders in die vergaderingen als gewone aandeelhouders verschijnen mogen, om uit te voeren wat zij in hun andere qualiteit hebben besloten, is het duidelijk dat in den vervolge *zij* alleen het zijn zullen die ter vergadering komen.’³⁷

Het voorstel was volgens Loder niet alleen strijdig met art. 44 WvK op grond waarvan bestuurders door de vennoten benoemd werden.³⁸ Loder plaatste zijn kritiek voorts nadrukkelijk in de context van de *Sonderrecht*-discussie (nr. 120 en 121): de voorgestelde statutenwijziging ontnam aandeelhouders het *Sonderrecht*, bestaande uit de deelgerechtigheid van aandeelhouders tot de reserves. Deze deelgerechtigheid zou als gevolg van de preferente financiële rechten van de preferente aandeelhouders worden aangetast:

‘De vraag rijst of dat alles zoo maar kan, of een meerderheid, onder den vorm van een besluit tot statutenwijziging, tegen haren wil aan eene minderheid de rechten en eigendommen ontnemen kan die zij heeft. En op die vraag aarzel ik niet een beslist ontkennend antwoord te geven.

36. Loder 1898, 14.

37. Loder 1898, 10–11.

38. Loder 1898, 19–20.

Statutenwijziging door middel van de eene of andere meerderheid is alleen mogelijk indien en voor zooverre het statuut zelf ze voorziet en regelt, om de eenvoudige reden dat een overeenkomst slechts kan worden gewijzigd door de medewerking van hen door wie ze gesloten werd. Dat de aandeelen van de eene hand in de andere gaan treft dat beginsel niet, want de latere houders zijn de rechtsopvolgers der vroegeren. Statutenwijziging overeenkomstig de regelen van het statuut is zelve niet anders dan naleving van het statuut. En al wil men nu ook aanneemen – wat niet algemeen geschiedt doch door mij niet wordt betwist – dat zelfs de *grondslagen* der overeenkomst voor wijziging vatbaar zijn mits het statuut er de vrijheid toe laat, daar zal toch zoodanige vrijheid uitdrukkelijk moeten zijn aangewezen, en er is er geen plaats voor analogische uitbreiding. Een meerderheid van hen met wie men contracteerde kan de rechten niet afnemen die bedongen werden bij het contract, tenzij vooraf bij het contract zelf aan die meerderheid dat recht werd ingeruimd.³⁹

Het pamflet, noch andere protesten zouden uiteindelijk succes hebben. Het departement van Justitie had aanvankelijk bezwaren, maar gaf deze al voor de vergadering prijs onder druk van het departement voor de Overzeesche Gewesten.⁴⁰ Het voorstel werd uiteindelijk met grote meerderheid (2123 vóór, 325 tegen) aangenomen.⁴¹

127 Oligarchische regelingen nemen toe. Aanvankelijk vond het voorbeeld van de Koninklijke nauwelijks of geen navolging. Dit hing mede samen met de opvattingen van het departement van Justitie over de toelaatbaarheid van het bindende voordrachtsrecht. De (officieuze) richtlijnen uit 1896 stelden hierover (curs. MdJ): ‘De algemeene vergadering moet geheel vrij in hare keuze zijn, zoodat men *nimmer* bepale, dat de benoeming zal geschieden “op voordracht” van commissarissen of anderen (...).’⁴² Deze richtlijn viel niet meer vol te houden nadat het departement van Justitie onder druk van het departement voor de Overzeesche Gewesten de bescherming van de Koninklijke had moeten toelaten. Niettemin getuigt de tweede druk van de officieuze richtlijnen (1903) nog van weerzin tegen het bindend voordrachtsrecht (curs. MdJ): ‘De algemeene vergadering zij geheel vrij in hare keuze, zoodat men *liever niet* bepale, dat de benoeming zal geschieden “op voordracht” van commissarissen of anderen (...).’⁴³ Deze tekst bleef ongewijzigd in de derde

39. Loder 1898, 17–18.

40. Boelens 1946, 10; Oppenheim 1926, 46.

41. Oppenheim 1926, 46.

42. Bles 1896, 57–58.

43. Bles 1903, 80.

druk van de richtlijnen (1912).⁴⁴ Tot een beleidswijziging bij het departement, kort voor het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog, werden de woorden *liever niet* gelezen als *niet*. De richtlijnen van 1917 bevestigden de gewijzigde opvattingen op het departement en lieten het bindend voordrachtsrecht bij bestuurdersbenoemingen weer wél toe; een bindende voordracht tot *ontslag* was echter volgens de richtlijnen van 1917 niet toegestaan.⁴⁵ De kwestie was intussen zo omstreden geworden dat minister van justitie Ort de beleidswijziging van zijn departement in 1918 in een interpellatiedebat moest verdedigen.⁴⁶ Hij gaf weliswaar toe, dat oligarchische clausules de *mogelijkheid* van misbruik schiepen, maar dat hem nog niet was gebleken dat zij ook daadwerkelijk waren misbruikt.⁴⁷ De enkele mogelijkheid van misbruik was volgens de minister onvoldoende om te concluderen dat de desbetreffende voorziening strijdig is met de openbare orde en goede zeden. Aangezien de Koninklijke bewilliging slechts op die grond kan worden geweigerd, is hij niet bevoegd de invoering van oligarchische clausules tegen te houden.⁴⁸ De minister voegde hieraan wel toe dat de ‘departementale jurisprudentie’ onverkort vasthoudt aan de eis dat de directie te allen tijde kan worden ontslagen. De AVA is daarom bevoegd bestuurders te ontslaan totdat de voorgedragen kandidaat ‘haar welgevallig’ is.⁴⁹ Bijna 100 jaar vóór *RNA*⁵⁰ merkte de minister op dat het toch duidelijk is ‘dat op den duur op deze wijze een compromis zal kunnen tot stand komen, in ieder geval dat de oligarchische clause bij misbruik niet ongebreideld kan heerschen.’⁵¹

De beleidswijziging had tot gevolg dat bindende voordrachtsrechten in verschillende varianten snel hun weg vonden in de statuten van beursvennootschappen. Intussen hadden ook andere beschermingsvormen hun intrede gedaan:

44. Bles 1912, 82.

45. ‘Wat de benoeming aangaat werd vroeger geëischt dat de algemeene vergadering van aandeelhouders geheel vrij in haar keuze zou zijn, zoodat, wilde men b.v. aan commissarissen invloed op de benoeming toekennen, men daarbij niet verder kon gaan dan eene ‘niet bindende aanbeveling’. In latere jaren is het Departement allengs vrijgeviger geworden en thans wordt geen bezwaar gemaakt tegen bindende voordrachten van commissarissen of van de houders van bepaalde soorten aandelen (b.v. preferente), indien slechts de definitieve benoeming opgedragen blijft aan de algemeene vergadering van aandeelhouders. Ten aanzien van het ontslag wordt daarentegen, ook in verband met de nieuwere zienswijze betreffende de benoeming, streng vastgehouden aan het onbeperkt recht van ontslag der algemeene vergadering van aandeelhouders. Bepalingen, waardoor voor een besluit tot het verlenen van ontslag (...) noodig zou zijn eene voordracht van zekere personen, van commissarissen of aandeelhouders, worden niet toelaatbaar geacht.’ (Bles 1917, 83). Hierover ook Tekenbroek 1923, 72–73; Star Busmann 1919, 38; Van Hasselt 1919, 155.

46. Handelingen TK 1917–1918, 2508–2513.

47. Handelingen TK 1917–1918, 2510 en 2512.

48. Handelingen TK 1917–1918, 2511.

49. Handelingen TK 1917–1918, 2512.

50. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

51. Handelingen TK 1917–1918, 2513.

vanaf 1908 tuigde de Nederlandsche Scheepvaart Unie de eerste piramideconstructie op, spoedig gevolgd door andere NV's, waaronder Philips (1920). In 1918 introduceerde de Stoomvaartmaatschappij 'de Maas' (later: Van Ommeren) als eerste royeerbare certificaten, in 1927 gevolgd door Unilever, terwijl de Cultuur Maatschappij 'Vereenigde Lawoe Ondernemingen' in 1928 als eerste niet-royeerbare certificaten van aandelen op naam uitgaf.⁵² Daarnaast bestonden er rond 1917 nog andere beschermende instrumenten, zoals de bepaling dat directeuren en commissarissen Nederlanders moeten zijn, een bijzondere meerderheid en/of quorumvereiste bij het ontslaan van bestuurders, statutenwijzigingen die waren onderworpen aan de goedkeuring door de vergadering van preferente (wij zouden zeggen: prioriteits-)aandeelhouders, oligarchische regelingen op het gebied van de winstbestemming en reservering en combinaties van bovenstaande.⁵³

De snelle toename van oligarchische regelingen ging aan de literatuur niet onopgemerkt voorbij. Voor wat betreft de *rechtmatigheid* van deze clausules bedienden zowel voor- als tegenstanders zich van principiële argumenten. Argumenten die overigens ook al in de 19^e eeuw werden gehanteerd (nr. 99). Volgens de tegenstanders volgt uit het karakter van de NV dat de hoogste macht wordt uitgeoefend door de aandeelhoudersvergadering.⁵⁴ Zo betoogde Scheltema dat de aandeelhouder méér is dan slechts geldschietter, omdat hij niet het risico van een geldschietter, maar van een ondernemer loopt. Wie het ondernemersrisico loopt, behoort volgens Scheltema ook de daarbij behorende zeggenschap te hebben. Aan dit beginsel doet volgens hem niet af dat veel aandeelhouders geen gebruik maken van hun zeggenschapsrechten.⁵⁵

Voorstanders van oligarchische regelingen beriepen zich daarentegen op de contractsvrijheid en het beginsel van vrijheid van inrichting.⁵⁶ Omdat de inhoud van de statuten kenbaar is, kunnen aandeelhouders die zeggenschap willen uitoefenen eenvoudigweg verkiezen geen aandelen te nemen. Volgens Scholten zou de wet oligarchische regelingen alleen mogen verbieden, 'indien die praktijk *onrecht* ten gevolge heeft, indien zij afkeuring verdient op ethische of doelmatigheidsgronden. En die zijn niet aangevoerd.'⁵⁷

Als motief vóór oligarchische regelingen werd betoogd dat de AVA *de facto* niet meer het hoogste orgaan van de vennootschap was en dat de vennootschapsleiding in wezen toekwam aan het bestuur. Het orgaan zou naar zijn aard ongeschikt zijn om leiding aan de vennootschap te geven en functioneerde bovendien slecht als gevolg van frequent absentisme. Het hoge absentisme

52. Hellema e.a. 1956, 9.

53. Polak 1918, 59 e.v.; Tekenbroek 1923, 78 e.v.

54. Vgl. Koolen in het op zijn verzoek aangevraagd interpellatiedebat over oligarchische clausules, TK 1917–1918, 2508; Voorts Scheltema 1926, 22 e.v. en Uyttenboogaart 1924, 11.

55. Scheltema 1926, 25–26.

56. Molengraaff 1926b, 7–8; Star Busmann 1919, 52 e.v.; Van Hasselt 1919, 156.

57. Scholten 1926b, 567.

maakte de vennootschap juist kwetsbaar voor toevallige meerderheden.⁵⁸ ‘Kwaadwillenden’ zouden op relatief eenvoudige wijze de vergadering kunnen beheersen en zo de vennootschap naar hun hand kunnen zetten. Daarbij werd in de eerste plaats gewezen op het risico van *Überfremdung*, een ongewenste overname door een buitenlandse partij, die het Nederlandse bedrijfsleven zou kunnen schaden.⁵⁹ In de tweede plaats strekten oligarchische regelingen volgens voorstanders ertoe om te voorkomen dat concurrenten konden bewerkstelligen dat de vennootschap in strijd met haar belang zou toetreden tot een internationaal kartel of dat de vennootschap anderszins de belangen van een concurrent voorop zou stellen.⁶⁰ Gelet op het kleine achterland waren Nederlandse NV’s extra kwetsbaar voor *Überfremdung*, waarbij Nederlandse NV’s volgens Philips en Oppenheim ten opzichte van Engelse vennootschappen nog eens extra op achterstand stonden door het gebruik van toonderaandelen.⁶¹ Engelse vennootschappen daarentegen kenden aandelen op naam, waardoor bestuurders bekend zijn met hun aandeelhoudersbestand, zodat onverwachte overvallen niet zo snel konden plaatsvinden als in Nederland. Tot slot zou het collegiale bestuursmodel in Nederland voldoende waarborg vormen tegen misbruik.⁶² In de praktijk zouden oligarchische regelingen dan ook niet tot misbruik hebben geleid.⁶³

128 Oligarchie verklaard: *Überfremdung* en expansie. Uit bovenstaande rondgang langs de opvattingen in de literatuur blijkt wel dat oligarchische regelingen leidden tot een heftig debat, waarbij zij die de mogelijkheid van oligarchische regelingen bepleitten in de meerderheid waren. Daarmee is evenwel de opkomst van oligarchische regelingen nog niet verklaard.⁶⁴ Waarom vonden zij ingang aan het begin van de 20^e eeuw? En zijn er misschien verklaringen die in de discussie niet naar voren kwamen, maar die toch een belangrijke rol hebben gespeeld?

Tussen 1890 en 1912 sloeg de handelsbalans om van een overschot van 13% naar een tekort van 6,5%.⁶⁵ In dezelfde periode maakte het aantal beursfondsen en hun eigen vermogen een sterke groei door, zo blijkt uit onderstaande tabel. De economische expansie rondom de eeuwwisseling werd voor een deel gefinancierd door buitenlands geld.

58. Ribbius 1927.

59. Star Busmann 1919, 39 e.v.; Cohen de Boer 1926, 601; Oppenheim 1926, 46; Ribbius 1927.

60. Philips 1928, 439–440.

61. Oppenheim 1926, 47; Philips 1928, 439–440.

62. Philips 1928, 440.

63. Tekenbroek 1923, 103 e.v.; Cohen de Boer 1926, 602; minister van justitie Ort (Handelingen TK 1917–1918, 2510; 2512). Anders: Scheltema 1927.

64. Högfelt in een naschrift bij De Jong & Röell 2007.

65. Smits, Horlings & Van Zanden 2000, 88.

HOOFDSTUK 6

	Genoteerde fondsen	Gestort kapitaal	Gemiddeld gestort kapitaal	Eigen vermogen	Gemiddelde EV per fonds
1890	88	f 291.738.000	f 3.315.000	f 329.914.000	f 3.749.000
1914	337	f 967.304.000	f 2.870.000	f 1.219.467.000	f 3.619.000
1920	510	f 2.479.028.000	f 4.861.000	f 3.265.670.000	f 6.403.000

*Kapitaal en eigen vermogen van Nederlandse beurs-NV's.*⁶⁶

De opkomst van oligarchie kan wellicht worden gezien als een reactie op toenemende invloed van buitenlands kapitaal in Nederland. Daarbij moet worden bedacht dat Nederlandse beursvennootschappen gemiddeld klein van omvang waren vergeleken met beursvennootschappen in de VS, Engeland en Duitsland. Alleen Koninklijke Olie, de margarineproducenten Van den Bergh en Jurgens, en Philips konden zich enigszins meten met hun buitenlandse concurrenten.⁶⁷ De relatief kleine omvang van Nederlandse beursvennootschappen, dikwijls nog familievennootschappen, kan in de eerste plaats worden verklaard door de late en relatief geringe industrialisatie.⁶⁸ Door de grote transport- en dienstensector was de Nederlandse economie gemiddeld minder kapitaalintensief dan in omringende landen. Bovendien had zich aan het einde van de eeuw in Engeland en vooral de in VS en Duitsland een grote fusie- en concentratiegolf voorgedaan die aan Nederland grotendeels voorbij was gegaan. Niet alleen waren beursvennootschappen in deze landen groter van omvang, hun slagkracht werd versterkt door grote kartels van ondernemingen die door kruisverbanden en grote participaties van banken met elkaar waren verbonden.⁶⁹ Deze ontwikkelingen zijn voor Nederland relevant, zo blijkt wel uit de invoering van het bindend voordrachtsrecht bij Koninklijke Olie. De Koninklijke voelde zich bedreigd door het expansieve Standard Oil, de grote *trust* van Rockefeller.

Niet alleen de kleine thuismarkt zette Nederlandse ondernemingen op achterstand vergeleken met Amerikaanse, Engelse of Duitse vennootschappen. In Engeland, Duitsland, België en Frankrijk werd bovendien het meervoudig stemrecht alom gebruikt als beschermingsmaatregel.⁷⁰ In de VS en Duitsland

66. Bron: Tekenbroek 1923, 75–76.

67. Sluyterman 2003, 34; 48 e.v.

68. Vgl. Polak 1918, 40.

69. In de VS werd de kartelvorming enigszins gereguleerd door de *Sherman Act* (1890), maar daar kon de concentratie door middel van overnames ongestoord verder gaan. In Duitsland, Frankrijk en Engeland was nagenoeg iedere kartelregulering afwezig. Hierover Horn & Kocka 1979 en Frentrop 2002, 233 e.v.

70. Hierover uitvoerig Eerste Kamerlid Koster (Handelingen I, 1927–1928, 920 e.v.).

werd oligarchie verder gestimuleerd door het concentratieproces en de daarmee gepaard gaande prominente rol van bankiers die dikwijls tientallen bestuursfuncties of commissariaten vervulden. In deze landen zorgden bovendien beschermingsconstructies voor verdere concentratie van zeggenschap. Hiertoe werden destijds, opmerkelijk genoeg, gerekend de uitgifte van obligaties, omdat de vennootschap zo vermogen kon aantrekken, terwijl de zeggenschap in geconcentreerde handen bleef.⁷¹ Een andere methode was de uitgifte van *common shares* aan de oprichters of bestuurders. Daarbij moet worden bedacht dat toentertijd dikwijls slechts preferente aandelen aan de beurs werden verhandeld.⁷² De *common shares* werden dikwijls als bonus of tegen een lage koers uitgegeven aan bestuurders die hierdoor weliswaar aandelen verkregen met een gering dividendpotentieel (omdat immers de winst eerst moest worden uitgekeerd aan houders van preferente aandelen), maar waaraan naar verhouding hoge stemrechten verbonden waren.⁷³ Verder werden piramideconstructies⁷⁴ en (in de VS) certificering van aandelen als beschermingsmaatregel gehanteerd; de aandelen werden dan gehouden door een *voting trust* die werd gecontroleerd door het bestuur.⁷⁵ Zowel in de VS als in Duitsland was een belangrijk controlemiddel de uitoefening van het stemrecht door de bank op aan de bank verpande aandelen. Aangezien een klein aantal banken zelf grote posities bij veel Duitse en Amerikaanse vennootschappen aanhield, en bankiers dikwijls commissaris-functies vervulden, was dit instrument bijzonder effectief.⁷⁶

Verder moet het politieke klimaat in aanmerking worden genomen: de hoogtijdagen van het liberalisme waren rond de eeuwwisseling voorbij, nationalisme was in opkomst en mondde uit in de Eerste Wereldoorlog. Het is niet toevallig dat het departement van Justitie in het voorjaar 1914, enkele maanden voor het uitbreken van de oorlog, zijn opvatting over het bindend voordrachtsrecht herzag.⁷⁷ Nog minder toevallig is de opkomst van oligarchische regelingen tijdens de eerste wereldoorlog: bescherming tegen *Überfremdung* was oorlogvoering met vreedzame middelen. Zo geeft Polak verschillende voorbeelden van Duitse expansie in Frankrijk tussen 1895 en 1914.⁷⁸ Of deze voorbeelden inderdaad alle een bewuste politieke exponent kenden valt te betwijfelen – zij lijken veeleer samen te hangen met de sterke Duitse

71. Steinitzer 1908, 103.

72. Preferente aandelen kunnen worden beschouwd als een soort tussenstap in de ontwikkeling van belegging in obligaties naar belegging in gewone aandelen. Preferente aandelen waren risicovoller dan obligaties, maar boden investeerders meer veiligheid dan gewone aandelen. (Frentrop 2002, 208 e.v.)

73. Steinitzer 1908, 106 e.v.

74. Steinitzer 1908, 109.

75. Steinitzer 1908, 108 e.v.

76. Steinitzer 1908, 110.

77. De gewijzigde opvatting is neergelegd in de officiële richtlijnen van 1917 (Bles 1917).

78. Polak 1918, 46 e.v.

economische groei en vergevorderde industrialisatie. Maar dat laat onverlet dat op zijn minst de Franse *perceptie* begrijpelijk is wanneer men bedenkt dat Frankrijk in 1870/1871 door de Duitse legers onder de voet was gelopen en sindsdien was geconfronteerd met een veel sterkere buur die het machts-evenwicht in Europa grondig had veranderd ten nadele van Frankrijk. De maatregelen ter bescherming tegen *Überfremdung* mogen ons protectionistisch voorkomen, wanneer men de politieke situatie rond de Eerste Wereldoorlog beziet, valt er meer begrip voor op te brengen.⁷⁹

Een andere verklaring vormt de grote emissiegolf tussen 1914 en 1920 die blijkt uit de tabel op pagina 280. Tussen 1914 en 1920 stegen de aandelen-emissies van f 51,8 miljoen tot f 467,6 miljoen per jaar. Ook indien men aanneemt dat bestuurders, commissarissen en groot-aandeelhouders grote pakketten aandelen namen, dan nog is moeilijk voorstelbaar dat deze schaal-vergroting niet leidde tot forse verwatering van de pakketten van controlerend-aandeelhouders. De invoering van oligarchische regelingen stelde hen staat om ondanks deze verwatering de controle te behouden. Dankzij het verhoudings-gewijs gunstige economische klimaat⁸⁰ en absenteïsme konden vennootschappen zich grote emissies permitteren zonder verlies aan zeggenschap. *Überfremdung*-angst bood bestuurders daarbij een welkom (gelegenheids)argument om de beleggers – die als gevolg van de politieke situatie weinig mogelijkheden hadden om hun geld buitenslands te beleggen – over te halen om ondanks de beperkte zeggenschap in te tekenen op de grote emissies.⁸¹ Tegelijk gingen deze emissies gepaard met toenemende liquiditeit. *Exit*-mogelijkheden stegen navenant, waardoor aandeelhouders wellicht bereid waren met minder *voice* genoegen te nemen.

129 Nadere beschouwing: Vertrouwen, sociale disciplineren en fatalisme. Naar ik vermoed lagen niet alleen beperkte beleggingsmogelijkheden in het buitenland, de risico's van absenteïsme en *Überfremdung*-angst ten

79. Vgl. Star Busmann 1919, 39 e.v. In Nederland werd wel verwezen naar de Rumeensche Petroleum-Mij die bemerkte dat de Duitse Disconto-Gesellschaft bezig was aandelen te kopen voor rekening van een Duitse vennootschap Steaua Romana. In reactie hierop wijzigde de Rumeensche Petroleum-Mij in juli 1917 haar statuten zodat de benoeming van bestuurders voortaan slechts kon geschieden op bindende voordracht van de commissarissen. Bovendien moesten bestuurders en commissarissen voortaan de Nederlandse nationaliteit hebben. De Disconto Gesellschaft staakte hierop haar overnamepoging door middel van opkoop van aandelen. Langs andere weg was de overnamepoging succesvol, omdat kort nadien de Rumeensche haar onderneming aan Steaua verkocht. (Polak 1918, 130; Star Busmann 1919, 44; Handelingen TK 1917–1918, 2510)

80. Vanzelfsprekend had de Eerste Wereldoorlog ook voor Nederland belangrijke (nadelige) gevolgen die ook op de beurs gevoeld werden. Verhoudingsgewijs kwam het neutrale Nederland de oorlog goed door. (Sluyterman 2003, 99 e.v.; Prak & Van Zanden 2013, 233 e.v.)

81. Tekenbroek 1923, 76 e.v. Vgl. voorts Frentrop 2002, 244 e.v.

grondslag aan de meegaande opstelling door aandeelhouders. Het komt mij voor dat er nog een verklaring bestaat: geholpen door de hoogconjunctuur genoot de ondernemingsleiding van veel vennootschappen doorgaans het vertrouwen van beleggers.⁸²

Hoe groter het onderlinge vertrouwen tussen partijen, des te minder bestaat behoefte aan formalisering van afspraken en controle op de naleving ervan. Het geringe protest tegen oligarchische maatregelen moet dan ook worden gezien als teken van vertrouwen van aandeelhouders in de vennootschapsleiding van veel NV's.

Het vertrouwen kan worden verklaard doordat de economische groeicurve in Nederland in de decennia rondom de eeuwwisseling een betrekkelijk vloeiende en stijgende lijn heeft vertoond, zonder te veel schokken en schandalen.⁸³ Na een korte periode van betrekkelijke laagconjunctuur aan het einde van de jaren 1900 volgde een uitbundige hoogconjunctuur in de jaren 1910. De impact van de Pincoffs-affaire en de *Gründerepoche* (waarover nr. 108 e.v.) was aan het begin van de 20^e eeuw weggeëbd.⁸⁴ Weliswaar zou zich tegen het einde van de jaren '20 een nieuw schandaal ontploffen met Anton Kröller in de hoofdrol, maar de impact van deze boekhoudaffaire lijkt voor het vennootschapsrecht beperkt te zijn geweest; het ging hier om een CV, terwijl nog weinig feiten bekend waren ten tijde van de herziening van het NV-recht.⁸⁵

Het valt daarom te betwijfelen of het mensbeeld van de *homo economicus* dat besloten ligt in Steinitzers *agency*-theorie wel overeenstemde met de heersende perceptie in Nederland (over de *homo economicus*: nr. 179 e.v.). In 1953 zou Van der Grinten nog benadrukken dat schandalen in ons land tot de hoge uitzonderingen behoren, hetgeen hij op het conto schrijft van de 'bonafiditeit van de Hollandse industrieel en koopman.' De Nederlandse ondernemer is volgens Van der Grinten niet geneigd de NV te gebruiken voor weinig oirbare doeleinden.⁸⁶

82. Zie vooral Akkerman 1927, 382. Vgl. voorts opmerkingen van minister Ort (Handelingen TK 1917–1918, 2510); Star Busmann 1919, 51; Tekenbroek 1923, 116; Cohen de Boer 1926, 602; Ribbius 1927 en opmerkingen van verschillende kamerleden tijdens de behandeling van het wetsvoorstel tot herziening van het NV-recht (zie bijv. Handelingen II 1926–1927, 1780LK, 1781RK; Handelingen I 1927–1928, 922–923 en 941LK).

83. Van Zanden & Van Riel 2004, 263 e.v.

84. Behalve wellicht voor Levy 1902.

85. Anton Kröller was bestuurder van de CV Müller & Co, destijds een van de grootste conglomeraten van ons land. Zijn echtgenote (Helene Kröller-Müller) had een grote kunstcollectie aangelegd die thans nog te zien is in het naar haar genoemde museum. Deze en andere grote projecten bleken echter gepaard te zijn gegaan met fraude en misleiding van beleggers. Vanaf ongeveer 1925 ontrolden zich langzaam de feiten. Open brieven van Kröllers voormalige boekhouder Heyne, gepubliceerd vanaf 1931, speelden daarbij een belangrijke rol (Frentrop 2002, 254 e.v.). Enkele open brieven zijn te raadplegen via <http://stadsarchief.amsterdam.nl>, archief 1069 (CV Wm.H. Müller en Co.), nr. 9.

86. NV XXX (1953), 183 (Van der Grinten 2004, 358). Zie ook Hellema e.a. 1956, 12 en 24.

En voor zover toenmalige bestuurders wél konden worden geschaard onder het *genus homo economicus*, moet worden bedacht dat bestuurders vaak grote pakketten aandelen hielden, zodat hun belangen in hoge mate parallel liepen met die van de vennootschap. Bovendien bestond er binnen de vertrouwenssamenleving van destijds een effectief disciplineringsmechanisme: de meeste bestuurders en commissarissen maakten deel uit van een klein, hecht sociaal netwerk van de Nederlandse zakenelite. Veel bestuurders deelden hun sociale achtergrond, opleiding, religie en waarden. Op fraude of andere schending van het wederzijds vertrouwen stond een zware straf: uitsluiting uit de kringen waarin men voordien zo graag vertoefde.⁸⁷ Veel aandeelhouders kwamen in dezelfde sociale kringen of kenden ten minste dit informele sanctiesysteem.⁸⁸ Voor zover beleggers bestuurders minder vertrouwden, bestond er een zeker fatalisme: algemeen was men ervan overtuigd dat bestuurders die kwaad in de zin hadden dit toch wel konden doen; daartegen zou een oligarchische clause meer of minder toch niet helpen.⁸⁹ De Kröller-affaire zou dit alleen maar bevestigen.

Daarmee is echter nog niet verklaard waarom het karakter van de Nederlandse oligarchische regelingen zo afweek van het buitenland. Waarom werd in Nederland niet volstaan met meervoudig stemrecht of piramideconstructies?⁹⁰ Het antwoord moet m.i. worden gezocht in het stemplafond van art. 54 WvK. Piramideconstructies zijn gecompliceerd wanneer het maximaal aantal stemmen wordt beperkt tot zes. Piramideconstructies en certificering waren weliswaar niet onmogelijk en kwamen ook voor (nr. 127), maar deze waren niet altijd snel op te tuigen en vergden elke vergadering weer een grote groep stromannen. Art. 54 WvK verklaart bovendien waarom meervoudig stemrecht evenmin een

87. Akkerman 1927, 382.

88. Vgl. Aug. Philips: 'De directies en commissarissen, op wier voorstel de zoogenaamde oligarchische clausules in de statuten van steeds talrijker maatschappijen worden opgenomen, zijn niet de machtswellustelingen, die [de minister van justitie] in hen ziet. Het is er hun niet om te doen, zich een positie te scheppen, waarin zij zich kunnen handhaven tegenover hun aandeelhouders, ook nadat zij hun vertrouwen verloren hebben. Dat zou trouwens onmogelijk zijn. Als een bestuur werkelijk het vertrouwen van de meerderheid der aandeelhouders niet meer geniet, moet het gaan: geen schrandere in elkaar gezette statuten kunnen het dan redden. Voor het behoud van hun machtspositie hebben zij zedelijk overwicht nog meer nodig dan statutaire bevoegdheden; want er gelden ook in het bedrijfsleven nog wetten van moraal en ook daar heeft de openbare meening een invloed, die door geen enkel bestuur lang genegeerd zou kunnen worden.' (Philips 1928, 439).

89. Vgl. Tekenbroek 1923, 116 e.v.; Oppenheim 1926, 48, r.k.; Michiels van Kessenich (Handelingen EK 1927–1928, 958).

90. Vgl. Högfeldt in een commentaar onder het essay van De Jong & Röell 2007. Een piramideconstructie bewerkstelligt dat door stapeling van vennootschappen de zeggenschap wordt gecontroleerd, terwijl slechts een klein deel van het kapitaal wordt verschaft (Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 638). Bekend voorbeeld vormt Heineken: de familie controleert de beursgenoteerde Heineken Holding NV, welke laatste een belang van iets meer dan 50% in Heineken NV houdt.

snelle oplossing bood. Ook de Duitse praktijk dat de bank stemde op de aandelen die zij in pand hield voor haar cliënten vereiste als gevolg van art. 54 WvK de inzet van grote aantallen stromannen. Daar komt bij dat de banden tussen banken en beursvennootschappen in Nederland niet zo sterk waren als in Duitsland. Het bindend voordrachtsrecht was daarentegen goedkoop en kon snel worden ingevoerd: men behoefde slechts één AVA die werd beheerst door controlerende aandeelhouders.

Het is interessant om de Nederlandse ontwikkelingen te relateren aan bekend onderzoek van La Porta e.a.⁹¹ Volgens hen bestaat er een verband tussen enerzijds de bescherming van externe aandeelhouders tegenover het bestuur en anderzijds de ontwikkeling van een effectenmarkt. Volgens La Porta e.a. zijn markten met een geringe bescherming van beleggers minder goed ontwikkeld dan markten die beleggers wel goed beschermen. Markten waarin beleggers weinig bescherming genieten worden volgens hen gekenmerkt door een geconcentreerd aandelenbezit. Vennootschappen hebben moeilijk toegang tot de kapitaalmarkt. De ontwikkeling van de Nederlandse effectenmarkt in de eerste twee decennia van de 20^e eeuw geeft evenwel aanleiding tot twijfel over de algemene geldigheid van hun conclusies. Een hypothese voor verder onderzoek zou kunnen zijn dat in een vertrouwenssamenleving minder behoefte bestaat aan bescherming van beleggers en dat een effectenmarkt in een vertrouwenssamenleving kan bloeien ondanks geringe bescherming van beleggers.

6.3 Herziening van het vennootschapsrecht

130 Uitwendige wetsgeschiedenis.⁹² Na het Ontwerp Kist uit 1890 (nr. 107) bleef het twintig jaar stil van de kant van de wetgever. Intussen ging de discussie over de herziening van het NV-recht in de literatuur verder. Pas in 1910 diende minister Nelissen een wetsvoorstel in.⁹³ Nadat het ontwerp jarenlang in de kast bij de Tweede Kamer had gelegen, diende minister Heemskerk in 1925 een gewijzigd ontwerp in dat was voorbereid door L.E. Visser.⁹⁴ In dit ontwerp keerde de koninklijke bewilliging terug in de vorm van een verplichte verklaring van geen bezwaar. Ondanks dat het sinds meer dan 50 jaar *communis opinio* was dat het preventieve toezicht moest worden afgeschaft, ontmoette het gewijzigd voorstel op dit punt geen verzet. De kritiek

91. La Porta e.a. 1997, La Porta e.a. 1998, La Porta e.a. 1999, La Porta e.a. 2000a en La Porta e.a. 2000b.

92. Van der Heijden 1936, nr. 19 e.v. biedt een gedetailleerder overzicht.

93. TK 1909–1910, 217, 2; Belinfante 1929, 3 e.v.

94. TK 1924–1925, 69, 2; Belinfante 1929, 111 e.v. Visser zou in november 1940 wegens zijn joodse afkomst als president van de Hoge Raad worden ontslagen.

spitste zich toe op de verplichte publicatievereisten die ook zouden gelden voor besloten NV's. Meer in het algemeen was één van de meest omstreden thema's bij de vennootschapsherziening de vraag of er niet een aparte regeling moest worden geschapen voor besloten vennootschappen.⁹⁵ Andere kritiekpunten zullen hieronder aan de orde komen. In 1926 legde minister Donner een andermaal gewijzigd ontwerp aan de Kamer voor.⁹⁶ In 1927 en 1928 werd het door de Tweede en Eerste Kamer aangenomen; op 1 april 1929 trad het herziene vennootschapsrecht in werking.

131 Ontwerp Nelissen (1910). Het Ontwerp Nelissen stelde de bescherming van beleggers en derden centraal. Zo bevatte het uitvoerige bepalingen over vermogensbescherming, over openbaarmakingsverplichtingen, prospectusaansprakelijkheid en over persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen.

Voor wat betreft de zeggenschapspositie van aandeelhouders getuigde het ontwerp van een zekere tweeslachtigheid. *Enerzijds* legde het zich neer bij het bindend voordrachtsrecht zoals dit bij Koninklijke Olie was ingevoerd: op grond van art. 48c (jo. 51d) zou de benoeming van bestuurders (en commissarissen) geschieden door de AVA, waarbij de AVA niet gebonden was aan een voordracht, *tenzij* deze voordracht krachtens de statuten zou worden gedaan door een bepaalde groep aandeelhouders. De toelichting rechtvaardigde de bindende voordracht door te wijzen op het risico van toevallige meerderheden en doordat het *aandeelhouders* zijn die de voordracht doen. Ten aanzien van de benoeming van commissarissen bepaalde het ontwerp bovendien dat de statuten konden voorschrijven dat een of meer commissarissen konden worden benoemd door anderen dan de AVA. Blijkens de toelichting werd daarmee niet alleen gedacht aan overheidscommissarissen, maar ook aan commissarissen die worden aangesteld door obligatiehouders of verzekerden.⁹⁷ Het ontwerp ruimde daarmee een beperkte plaats in voor zeggenschap door anderen dan aandeelhouders en erkende zo dat het belang van de vennootschap niet altijd behoeft samen te vallen met dat van de aandeelhouders.

Anderzijds had het ontwerp nog niet de hoop opgegeven dat de AVA nog goed zou kunnen functioneren en weerstand zou kunnen bieden aan *insiders*; in zoverre ademde het nog de 19^e-eeuwse geest van het Ontwerp Kist en de *Aktienrechtsnovelle* van 1884. Het ontwerp hoopte misbruik zoals tijdens de *Gründerzeit* te voorkomen door de AVA meer invloed te geven op het beleid en door minderheidsaandeelhouders in staat te stellen op te komen tegen misbruik.

95. Van der Heijden 1936, nr. 21. Dit thema zal hier verder niet aan de orde komen.

96. TK 1926–1927, 27, nr. 1–3; Belinfante 1929, 237.

97. Belinfante 1929, 94.

Volgens het ontwerp waren aandeelhouders jegens elkaar en jegens de vennootschap verplicht ervoor te zorgen dat de AVA's meer zouden zijn dan schijnvertoningen.⁹⁸ Belangrijker was dat het bestuur slechts krachtens statutaire bepaling bevoegd zou zijn zonder voorafgaande AVA-goedkeuring te besluiten om bijvoorbeeld aandelen te nemen of om overeenkomsten te sluiten die ertoe strekten om een voordeel aan een oprichter of een bij de oprichting betrokken derde toe te kennen. In ieder geval vereisten overeenkomsten met een waarde van meer dan 10% van het geplaatste kapitaal alsmede overeenkomsten tot overname van een onderneming de AVA-goedkeuring.⁹⁹

Evenals het Duitse recht en het Ontwerp Kist probeerde het Ontwerp Nelissen de positie van minderheidsaandeelhouders te versterken ten opzichte van het bestuur.¹⁰⁰ Zo konden aandeelhouders met een (gezamenlijk) 10%-belang in verzet komen tegen de AVA-goedkeuring van de laatstgenoemde twee bestuursbesluiten. Verzet zou de uitvoering van het besluit in beginsel schorsen.¹⁰¹ Ook hieruit blijkt dat het vennootschapsbelang niet *per se* identiek was aan het belang zoals gepercipieerd door de (meerderheid van de) AVA, maar dat dit in bijzondere gevallen kan worden gecorrigeerd in geval van misbruik door de meerderheid. Een vergelijkbaar verzetsrecht werd voorgesteld ten aanzien van een besluit tot statutenwijziging of ontbinding.¹⁰² Een besluit tot decharge van bestuurders of commissarissen zou bovendien onder voorwaarden niet kunnen worden tegengeworpen aan minderheidsaandeelhouders met een (gezamenlijk) belang van 10%.¹⁰³

Ook op andere onderwerpen poogde het ontwerp de positie van minderheidsaandeelhouders ten opzichte van binnenstaanders te versterken. Evenals de Staatscommissie Kist stelde het Ontwerp Nelissen voor om aandeelhouders met een (gezamenlijk) 10%-belang het recht te geven een enquête te verzoeken en om een AVA bijeen te roepen.¹⁰⁴ Tot slot bevatte het ontwerp twee tegenstrijdig belang-bepalingen.¹⁰⁵

Het Ontwerp Nelissen is op onderdelen kritisch onthaald. Het was te gedetailleerd en liet te weinig ruimte voor vrijheid van inrichting; het zou te

98. Belinfante 1929, 43.

99. Art. 43a jo. 43.

100. Deze bescherming van minderheidsaandeelhouders kan wellicht mede worden beschouwd als compensatie voor de vervanging van het wettelijk stemplafond (art. 54 WvK) ten gunste van het proportionele principe (art. 46a WvK ontwerp; bij de statuten kon hiervan worden afgeweken).

101. De rechter zou het verzet slechts in bijzondere omstandigheden kunnen opheffen (art. 43b).

102. Art. 47b.

103. Art. 50d en 52a.

104. Art. 52d–52g, resp. 45b.

105. Art. 51e had betrekking op direct tegenstrijdig belang en op procedures tussen de vennootschap en bestuurders. De NV zou in die gevallen worden vertegenwoordigd door de commissarissen, tenzij de AVA een of meer anderen zou aanwijzen. Art. 46b zag op tegenstrijdig belang van aandeelhouders. Behoudens andersluidende statutaire bepaling zou

veel zijn toegespitst op grote vennootschappen en daarom te knellend voor besloten NV's.¹⁰⁶ Ook de versterking van de positie van de AVA en de bescherming van minderheidsaandeelhouders ontmoette kritiek.¹⁰⁷ Zo tekenden Visser en Crone verzet aan tegen de verplichte goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten door de AVA.¹⁰⁸ Deze goedkeuring zou een schijnvertoning zijn zolang de inhoud van de overeenkomst niet bekend was, zou de in het handelsverkeer gewenste snelheid belemmeren, leiden tot rechtsonzekerheid, en zou concurrenten in de kaart spelen. Bovendien was het lijstje volgens Visser willekeurig, nu andere belangrijke bestuursbesluiten niet aan AVA-goedkeuring onderworpen zijn. De bescherming van minderheidsaandeelhouders kon bovendien eenvoudig door certificering worden omzeild.¹⁰⁹

Een 'klassiek' standpunt over de positie van de AVA is nog terug te vinden bij Uyttenboogaart.¹¹⁰ De AVA moet volgens hem bij wet tot hoogste macht binnen de NV worden uitgeroepen, terwijl ieder afwijkend beding met nietigheid moet worden afgestraft. Verder bepleitte hij een instructierecht voor de AVA, alsmede het recht van een kleine minderheid om een AVA bijeen te roepen.¹¹¹

132 Ontwerp Heemskerk (1925). Evenals het Ontwerp Nelissen besteedde het Ontwerp Heemskerk veel aandacht aan de openbaarheid van inrichting en machtsverdeling, aan de bescherming van het vermogen en aan aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Het ontwerp berust op de klassieke opvatting dat de vennootschap als overeenkomst tussen de aandeelhouders moet worden beschouwd.¹¹² Hieruit vloeit voort dat in de NV de hoogste macht aan de AVA behoort, zo benadrukt de toelichting,¹¹³ waarbij uit de context kan worden opgemaakt dat *behoort* zowel in descriptieve als in prescriptieve zin moet worden begrepen. Aan discrepantie tussen theorie van de AVA als hoogste macht en de praktijk van slecht functionerende AVA's besteedt het ontwerp geen noemenswaardige aandacht: het kiest nadrukkelijk voor een principiële stellingname vóór de AVA als hoogste macht binnen de NV. Het beginsel van vrijheid van inrichting dat besloten ligt in de contractuele grondslag van het NV-recht

een aandeelhouder geen stem mogen uitbrengen indien het besluit aan hem, anders dan in hoedanigheid van aandeelhouder, een recht zou toekennen of hem van een verplichting jegens de vennootschap zou ontslaan. Bestuurders en commissarissen zouden bijvoorbeeld niet mogen stemmen over tantièmes of decharge.

106. Van Hasselt 1919, 15 e.v.

107. Van Hasselt 1919, 108 e.v.

108. Visser 1911, 98–99; Crone 1924, 11 e.v.

109. Visser 1911, 102–103.

110. Uyttenboogaart 1924, 11 e.v.

111. Uyttenboogaart 1924, 13.

112. Belinfante 1929, 158.

113. Zie bijv. Belinfante 1929, 148 en 161.

werd in het ontwerp geplaatst binnen een normatief kader over de bevoegdheidsverdeling tussen AVA enerzijds en bestuur/RvC anderzijds.

Vergeleken met het Ontwerp Nelissen leidde de meer dogmatische stellingname enerzijds tot versterking, anderzijds tot verzwakking van de vennootschapsleiding ten opzichte van externe aandeelhouders. Het ontwerp versterkte de positie van de vennootschapsleiding doordat het minder ruimte inbouwde voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het verzetsrecht tegen belangrijke bestuursbesluiten verdween daarom, terwijl de drempel om een enquête in te stellen werd verhoogd van 10% naar 20% van het geplaatste kapitaal.¹¹⁴ Volgens de toelichting volgt de verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders ten gunste van het meerderheidsbeginsel uit het feit dat de AVA de hoogste macht vormt – een redenering die mij wat kort door de bocht toeschijnt.¹¹⁵ Als tweede reden voor de verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders voert de toelichting aan dat het niet aan de rechter is om te oordelen over de doelmatigheid van een besluit.¹¹⁶

Uit de toelichting wordt niet duidelijk hoe het beperken van wettelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders zich verhoudt met het in nr. 151 te bespreken arrest van de *Zeeuwse Kunstmestfabriek*.¹¹⁷ Daarin had de Hoge Raad de bescherming van minderheidsaandeelhouders bij statutenwijziging geplaatst in de sleutel van de goede trouw. Ik vermoed dat het arrest geen rol van betekenis heeft gespeeld bij het schrappen van minderheidsbeschermende bepalingen. Veeleer lijkt in de wijzigingen de hand van Visser te zien. Deze had zich al in 1911 kritisch uitgelaten over de minderheidsbeschermende bepalingen uit het Ontwerp Nelissen en was nauw betrokken bij het opstellen van het Ontwerp Heemskerk.¹¹⁸

Werd de positie van de vennootschapsleiding versterkt door de verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders, zij werd verzwakt doordat het Ontwerp Heemskerk om principiële gronden bezwaar maakte tegen het bindend voordrachtsrecht bij de benoeming van bestuurders en commissarissen: ‘Ten

114. Kritisch Scheltema 1926, 32 e.v.

115. Wanneer men de AVA als hoogste macht aanmerkt, volgt hieruit immers niet dat bescherming van minderheidsaandeelhouders kan worden ingeperkt. Instemmend echter Van der Heijden 1926a, 54–55 en Scheltema 1926, 31 e.v.

116. Belinfante 1929, 148; vgl. Van der Heijden 1926a, 54.

117. HR 29 november 1923, *NJ* 1924, 129, *W*11147 m.nt. Mff (*Zeeuwse Kunstmestfabriek*). Naar het arrest wordt wel in andere context verwezen. Art. 46g van het Ontwerp Nelissen was in het Ontwerp Heemskerk komen te vervallen. Art. 46g handelde kort gezegd over een statutenwijziging op grond waarvan wijziging werd gebracht in rechten van verschillende soorten aandelen. Het schrappen van dit artikel werd gemotiveerd met een verwijzing naar HR 29 november 1923. Bij de behandeling in de Tweede Kamer verwees minister Donner wél uitdrukkelijk naar de betekenis van art. 1374 BW voor het vennootschapsrecht. De Hoge Raad heeft volgens hem hierin buitengewoon gelukkig geopereerd (*Handelingen II*, 1926–1927, 1810LK).

118. Visser 1911.

slotte moet men kiezen datgene, wat het meeste strookt met het karakter van een naamlooze vennootschap. Dat karakter brengt mede, dat de algemeene vergadering de hoogste macht vormt.¹¹⁹ Het ontwerp liet wel een bindende voordracht van ten minste twee personen door de commissarissen toe, maar de AVA kon het bindende karakter aan de voordracht ontnemen met een 2/3-meerderheid, terwijl in het ontwerp geen quorum-eis was opgenomen.¹²⁰ Voordrachten voor de benoeming van commissarissen waren niet bindend; wel kon 1/3 van de commissarissen door anderen dan de AVA worden benoemd.¹²¹

Het ontwerp beoogde langs deze weg een einde te maken aan het bindend voordrachtsrecht, maar was op dit punt niet goed doordacht, omdat het via de achterdeur een mogelijkheid voor nieuwe oligarchische bepalingen opende. Art. 44b nam namelijk het plutocratische (proportionele) stemrecht tot uitgangspunt, maar verbood niet het meervoudig stemrecht. Art. 44b schiep zo de mogelijkheid dat aan een bijzondere categorie aandelen zoveel stemmen zouden worden toegekend, dat de houders van deze aandelen te allen tijde de AVA zouden beheersen. ‘Van de (...) voorgestelde afwijzing der veelgesmade oligarchische clause blijft bij de praktisch vrije regeling van het stemrecht niet veel over dan het heldhaftige gebaar’, sneerde Van der Heijden.¹²²

Kon het beperken van minderheidsbescherming in het algemeen op instemming rekenen, het verbod van de bindende voordracht leidde ondanks de ‘open achterdeur’, tot veel protest, niet alleen in de literatuur, maar ook van de kamers van koophandel en het werkgeversverbond.¹²³ Het ontwerp zou zijn geschreven in de studeerkamer: ‘Een wetgever behoort niet eerst eene naamlooze vennootschap te tekenen om vervolgens den eisch te stellen dat de bestaande maatschappijen zich naar dat schema voegen, maar hij behoort de ramen van het departement van justitie wagenwijd open te zetten om, na grondig het groote en kleine zakenleven te hebben bestuurd, eene teekening te maken waarin het bestaande, voor zoover het goed heeft gewerkt, past.’¹²⁴ Een rapport van de Vereeniging ‘Handelsrecht’, geschreven onder leiding van Molengraaff, klaagde bovendien dat het ontwerp nagenoeg zonder overleg met de praktijk was tot

119. Belinfante 1929, 161.

120. Art. 48.

121. Art. 50c en 50d.

122. Van der Heijden 1926a, 57. Aldus ook Scheltema 1926, 28 e.v., die hieruit echter de tegenovergestelde conclusie wil trekken: niet toelaten van bindend voordrachtsrecht, zoals Van der Heijden, maar beperking van het meervoudig stemrecht.

123. Vgl. Molengraaff e.a. 1927; kritisch over het inperken van de oligarchische clause: Van der Heijden 1926a, 56 e.v.; Cohen de Boer 1926; Oppenheim 1926; Scholten 1926a. Voor een overzicht van de verschillende opvattingen over oligarchie zie Van der Heijden 1936, nr. 21.

124. Oppenheim 1926, 45–46.

standgekomen.¹²⁵ Molengraaff e.a. bepleitten een minder gedetailleerde wettelijke regeling, meer vrijheid van inrichting, onderscheid tussen besloten en open vennootschappen en het toelating van het bindend voordrachtsrecht.¹²⁶

Een van de weinige schrijvers die het Ontwerp Heemskerk steunde was F.G. Scheltema. Ook hij constateerde de inconsistentie tussen enerzijds het afschaffen van het bindend voordrachtsrecht en anderzijds het mogelijk maken van meer-voudig stemrecht. Anders dan Van der Heijden wilde Scheltema de inconsistentie echter opheffen door niet het bindend voordrachtsrecht alsnog in ere te herstellen, maar juist door de regeling van het stemrecht te verbeteren.¹²⁷

133 Ontwerp Donner (1927). Het Ontwerp Donner bracht de synthese.¹²⁸ Evenals het Ontwerp Heemskerk bouwde het voort op het voorgaande ontwerp en bracht hierop enkele belangrijke wijzigingen aan. Het Ontwerp Donner herstelde in de eerste plaats de fout in het Ontwerp Heemskerk dat oligarchische regelingen mogelijk maakte door aandelen met een zeer hoog stemrecht te introduceren. Iedere aandeelhouder kon volgens het Ontwerp Donner ten minste één stem uitbrengen, terwijl voor het overige het stemrecht afhankelijk werd gesteld van de nominale waarde. Het ontwerp liet vennootschappen vrij om het stemplafond van art. 54 WvK te handhaven.

In de tweede plaats bevatte het Ontwerp Donner een compromis met betrekking tot het bindend voordrachtsrecht en zocht daarbij het midden tussen het beginsel van vrijheid van inrichting en het beginsel dat de AVA de hoogste de macht binnen de NV uitoefent. Het Ontwerp Donner liet het bindend voordrachtsrecht niet ongeclausuleerd toe zoals het Ontwerp Nelissen¹²⁹ en maakte het bindend karakter evenmin afhankelijk van toevallige meerderheden zoals het Ontwerp Heemskerk. Dit laatste ontwerp werd in drie opzichten aangepast.¹³⁰ Ten eerste bevatte het een quorum-eis: het bindend karakter kon aan een voordracht worden ontnomen bij besluit, genomen met 2/3 van de

125. Molengraaff e.a. 1927, 6 e.v.

126. Afgezien van het principiële punt van vrijheid van inrichting wezen zij op de Bankwet die de DNB verplichtte tot een oligarchische clausule: de directeurs van de DNB werden krachtens de Bankwet benoemd op bindende voordracht door de RvC. Zij konden zich bij een open NV moeilijk een minder geschikt college voor de benoeming van directie en commissarissen denken dan juist de AVA. Verder ontmoette een overgangsbepaling die NV's verplichtte om binnen vijf jaar hun statuten aan de nieuwe wet aan te passen kritiek (Molengraaff e.a. 1927, 33; 53–54).

127. Scheltema 1927, 28. Anders Molengraaff e.a. 1927, 34 en Van der Heijden 1926a, 57.

128. Aldus ook de minister zelf: Handelingen II 1926–1927, 1853.

129. Frentrop 2002, 262, die betoogt dat de door Donner aan aandeelhouders toegekende zeggenschap geringer was, dan die welke Nelissen in 1910 had voorgesteld, lijkt over het hoofd te zien dat het Ontwerp Nelissen zich niet verzette tegen het absoluut bindend voordrachtsrecht.

130. Art. 48a.

uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende ten minste de helft van het geplaatste kapitaal.¹³¹ Ten tweede kon de voordracht ook worden gedaan door anderen dan de RvC, zoals de vergadering van aandeelhouders van een bijzondere soort. In de derde plaats werden bestaande bindende voordrachtsrechten op grond van een overgangsbepaling geëerbiedigd.¹³²

Het laat zich raden dat voorstanders van het bindend voordrachtsrecht, gevoed door een lobby van werkgevers en kamers van koophandel, zich hiermee niet tevreden lieten stellen.¹³³ Het Ontwerp Donner ontmoette vooral tegenstand bij de behandeling in de Eerste Kamer. Bij Memorie van Antwoord confronteerde de minister de voorstanders van het absoluut bindend voordrachtsrecht met de consequenties van hun opvatting: wanneer het mogelijk zou moeten zijn om *de facto* alle zeggenschap aan de AVA te ontnemen, zou een NV dan niet ook vrij moeten zijn om de hele AVA af te schaffen?¹³⁴ De minister legde daarmee de vinger op de zwakke plek: zij die het functioneren van de AVA telkens bekritiseerden en betoogden dat daarom de NV vrij moest zijn om alle macht bij het bestuur te leggen hadden nog geen geloofwaardig alternatief gepresenteerd dat rekening hield met de mogelijkheid dat het bestuur

131. Vgl. Oppenheim 1926, 49 die als compromis had voorgesteld dat het bindend karakter kon worden ontnomen bij besluit, genomen met $\frac{3}{4}$ van de stemmen op een vergadering waarin $\frac{3}{4}$ van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd was.

132. Art. XVIII.

133. Zie bijv. Handelingen II, 1926–1927, 1788.

134. ‘Wanneer men de argumenten voor de oligarchische clausule opgesomd hoort, komt nog eene andere vraag boven, n.l. deze: Is het niet beter, moet althans de wet niet de gelegenheid laten, de algemeene vergadering geheel op te heffen? Want de aandeelhouders hebben hunne nuttige functie uitgediend door het kapitaal te verschaffen. Zij kunnen tevreden zijn, wanneer zij jaarlijks een dividend toucheeren en, is er geen dividend, dan hebben zij ook geen reden tot klagen. De bestuurders zijn de eigenlijke ondernemers. De bestuurder heeft wellicht de zaak ingebracht en moet dus de eigenlijke zeggenschap behouden. Bestuurders moeten niet op zijde kunnen worden gezet. Wie niet wenscht alleen geld te fourmeeren, hij trede als aandeelhouder niet toe. Werkelijk, al deze argumenten leiden er toe om te streven naar eene wet, welke het al of niet aanwezig zijn van het orgaan algemeene vergadering van aandeelhouders facultatief stelt. Het is volgens dezen gedachtegang verkeerd, dat de geldende wet bepaalt, dat de bestuurders worden gekozen door aandeelhouders, en dat zij door dezen kunnen worden ontslagen. Het bestuur staat immers sterker (...) als het zich zelf kan aanvullen en ontslag zou een middel kunnen zijn om bestuurders op zijde te zetten. Het is ook eene fout in de geldende wet, dat de bestuurders verantwoordelijk zijn. Daardoor toch kunnen bestuurders in hunne leiding worden gehinderd! Toch worden deze consequentie’s in het Voorloopig Verslag niet bepleit. Waarom niet? Of men aanvaarde ze als passend bij de leer, maar dan blijkt reeds daardoor, dat er aan de leer iets hapert. Of men geve toe, dat die consequentie’s onaanvaardbaar zijn en geve zich dan rekenschap, welke motieven er toe leiden om zóó ver niet te gaan. De motieven zijn de volgende: 1. De aandeelhouders hebben toch ook een door het recht te erkennen belang bij de zaak, 2. Het is niet wenschelijk, dat enkele personen alles te zeggen hebben, zonder dat er afdoende middelen zijn hen ter verantwoording te roepen als zij onbekwaam of onbetrouwbaar zijn.’ (Belinfante 1929, 322).

ook wel eens zijn functie niet geheel naar behoren zou vervullen. De theorievorming was nooit verder gekomen dan de benadrukking van het beginsel van vrijheid van inrichting, dan Schadée's pleidooi om aandeelhouders te behandelen als postconcurrente crediteuren die het bestuur slechts in geval van ernstig verwijtbaar handelen moesten kunnen ontslaan of dan Scholtens vraag of de NV misschien geleek op een instelling (stichting).¹³⁵

Tegenstand in de Eerste Kamer noopte de minister ertoe om de uitgangspunten van het voorstel nog eens uiteen te zetten. Volgens de minister berust het privaatrecht op drie beginselen: eigendom, risico en zeggenschap. Hieruit en uit de contractuele grondslag waarop het ontwerp is gestoeld¹³⁶ volgt dat aandeelhouders in beginsel alle zeggenschap hebben. Weliswaar vloeit uit de contractsvrijheid voort dat aandeelhouders in beginsel hun eigen zeggenschap kunnen inperken. Maar deze vrijheid vindt haar grens, waar de wetgever van oordeel is dat de noodzaak tot bescherming van aandeelhouders tegen zichzelf en de noodzaak tot bescherming van het algemeen belang meebrengen dat de contractsvrijheid moet worden ingeperkt. Uit het eerste volgt dat de aandeelhouders bepaalde individuele rechten behouden, uit het tweede vloeit voort dat moet worden gewaakt tegen te grote concentratie van zeggenschap bij het bestuur, zo betoogde de minister.¹³⁷ Er is kortom een zekere grondstructuur waarbinnen de autonomie zich moet bewegen.¹³⁸

135. Schadée 1903–1906; Scholten 1926a.

136. Handelingen II 1926–1927, 1810 LK.

137. 'Het staat dus zoo, dat men niet kan zeggen (...): de wet geeft hier aan de aandeelhouders soevereine rechten, schept voor de aandeelhouders grondrechten. Neen (...), de zaak is eenvoudig zóó, dat naar de beginselen van ons privaatrecht de aandeelhouders die rechten hebben, en het dus niet de vraag is, of men die *geven*, maar of en in hoever men die *ontnemen* zal. Nu kan men natuurlijk zeggen (...): met dat ontnemen van dit recht aan de aandeelhouders heeft het recht zich niet te bemoeien; dat kan aan de contractvrijheid worden overgelaten. Men kan dit negativisme allereerst bestrijden uit een oogpunt van bescherming der aandeelhouders tegen zich zelf of tegen een toevallige meerderheid uit hun midden. Het is, in overeenstemming met andere gebieden van het recht, dat men, ter bescherming (...) niet slechts van de aandeelhouders als groep, maar ook van de individuele aandeelhouders binnen de groep, een zeker minimum van rechten als onaantastbaar stelt. Maar – en hier wil ik den nadruk leggen – het gaat bij een dergelijke beperking van het ontnemen der rechten niet slechts over het aandeelhoudersbelang, maar daarbovenuit ook over het algemeen belang. En hier sluit ik aan op wat ik daar juist heb gezegd over het bijzonder gevaar, dat de rechtsvorm schept. De ondernemers hebben niet meer het geweldige lood aan de vleugelen, dat voor den buiten de rechtspersoon werkenden ondernemer is gelegen in het besef, dat zijn gansche economische bestaan inzet is. Machtsophooping krijgt hier een accent van gevaar en óók daarom is het goed, dat niet volledige terugdringing mogelijk wordt, opdat eenig tegenwicht blijve. Men heeft hier gesmaald over “democratie”, Mijnheer de Voorzitter! Daar heeft het niets mee te maken, het is eenvoudig een heel nuchtere quaestie van “psychologie”.' (Handelingen I 1927–1928, 979).

138. Handelingen II 1926–1927, 1853.

Deze grondstructuur was, ook door de verdedigers van het bindend voordrachtsrecht en andere oligarchische clausules, in essentie niet ter discussie gesteld. Ook zij gingen uit van de bestaande organen en hun taken en bevoegdheden. Geen van hen bepleitte absolute vrijheid van inrichting, slechts begrensd door de openbare orde en de goede zeden.¹³⁹ Donner maakte in zijn memorie van antwoord en tijdens de behandeling in de Eerste Kamer duidelijk dat de discussie niet beoogde om de contractsvrijheid behoudens strijd met de openbare orde of goede zeden heilig te verklaren, maar om de grenzen te bepalen die de wet moest stellen. Daarmee ontnam hij de voorstanders van het bindend voordrachtsrecht hun principiële argument en werd de discussie er één van maatvoering. Donner verdedigde dat de voorstanders van het bindend voordrachtsrecht in het ontwerp een verbetering moesten zien, omdat het rechtszekerheid gaf, en wel op een voor de oligarchische clausule zeer gunstige voet.¹⁴⁰ De geschiedenis zou hem daarin gelijk geven: de verdere ontwikkeling van het vennootschapsrecht zou uitwijzen dat de zorgen van de voorstanders van het bindend voordrachtsrecht niet gegrond waren. Beursvennootschappen zouden immers nog de hele 20^e eeuw worden gekenmerkt door een oligarchische inrichting.

Het compromis van het Ontwerp Donner stelde weliswaar in theorie het beginsel van de AVA als hoogste macht voorop, maar erkende zelf dat de vennootschappelijke autonomie hieraan op vergaande wijze zou kunnen afdoen. Slechts een ondergrens, een zekere controlerende functie moest de AVA op grond van de wet behouden.¹⁴¹ Die ondergrens – die bij de open NV de standaard zou worden – kwam min of meer overeen met de opvattingen van Petrażycki over de rol van de AVA als veiligheidsventiel.¹⁴² Volgens Petrażycki had de AVA immers vooral een beperkte en negatieve taak: beperkt in de zin dat slechts wanneer er een *wesentliche Disharmonie* met de belangen van de aandeelhouders ontstaat, er volgens Petrażycki een rol voor de AVA is weggelegd. Negatief, omdat de AVA in dat geval geen eigen beleid initieert, maar bestaand beleid tegenhoudt of bestuurders ontslaat. Daarmee vormde de wet van 1929 in materieel opzicht een synthese tussen recht en praktijk. *De facto* werd de *Substitution des Grundes* die zich tussen 1838 en 1929 had voltrokken met het aanvaarden van het Ontwerp Donner erkend.

139. Vgl. art. 1373 BW, voorganger van het huidige art. 3:40 BW.

140. Handelingen I, 1927–1928, 983RK.

141. Handelingen II, 1926–1927, 1808.

142. Zie nr. 124.

Hoofdstuk 7. Nieuwe perspectieven op vennootschap en onderneming: 1929–1971

7.1 Inleiding

134 Groei van de onderneming. Dit hoofdstuk behandelt de periode van 1929 tot 1971, het jaar waarin het vennootschapsrecht opnieuw werd herzien. De depressie van de jaren '30 en de Tweede Wereldoorlog doen er niet aan af dat deze periode, in haar geheel genomen, wordt gekenmerkt door economische groei.¹ In ongeveer een halve eeuw maakte het vennootschapsrecht grote veranderingen door, waarvan de meeste zijn te herleiden tot de groei van veel ondernemingen.

De maatschappelijke functie van grote ondernemingen was in de decennia rondom de oorlog anders dan vandaag de dag. Ondernemingen waren vanzelfsprekend in de eerste plaats gericht op waardecreatie, maar daarnaast vervulden zij, meer dan nu, een sociale functie ten behoeve van werknemers die niet zelden gedurende hun gehele arbeidsleven aan de onderneming verbonden waren. Sommige ondernemingen definieerden hun sociale functie nog breder. Denk aan Philips, dat zich onder meer bezig hield met de bouw van woningen en scholen en een sportvereniging oprichtte. De band tussen onderneming en werknemer was daarom nauwer dan vandaag de dag. In de jaren na de oorlog werd dit versterkt door het gedeelde besef dat de wederopbouw een gezamenlijke inspanning vergde. Meer dan thans was de onderneming een sociaal instituut.

De groei van de onderneming is het gevolg van de late industrialisatie sinds het einde van de 19^e eeuw. Op zijn beurt is de groei van de onderneming de drijvende kracht geweest achter verschillende veranderingen in de vennootschapsrechtelijke verhoudingen die nog niet alle ten volle werden onderkend in de wet van 1928. Deze nam de NV als kapitaalsassociatie tot uitgangspunt waarin de AVA de hoogste macht vervulde en waarin het bestuur aan de AVA ondergeschikt was. In deze opvatting was de onderneming eigendom van de vennootschap en stond als zodanig onder leiding van het bestuur; voor het overige was het gegeven dat de vennootschap een onderneming dreef nauwelijks relevant voor het vennootschapsrecht.

Reeds ten tijde van de herziening stemde dit model al vaak niet meer overeen met de werkelijkheid. De groei van ondernemingen vergrootte het

1. Vgl. Prak & Van Zanden 2013, 248 e.v.

verschil tussen recht en werkelijkheid. Informatie-asymmetrieën tussen bestuurders en aandeelhouders groeiden, waardoor het voor externe aandeelhouders moeilijk was om betekenisvol toezicht op het bestuur te houden. Dit gold te meer, aangezien de meeste vennootschappen *de facto* werden gecontroleerd door een beperkte groep aandeelhouders, veelal bestaande uit de oprichters en hun familie.² Vaak hielden deze aandeelhouders een controlerend belang, of, wanneer zij hun belang geleidelijk afbouwden, verzekerden zij zich van invloed door verschillende oligarchische constructies. In 1956 waren slechts vier van 70 beurs-NV's met een kapitaal van ten minste f 10 miljoen geheel onbeschermd.³ Het bestaande arsenaal aan beschermingsmaatregelen maakte een geleidelijke groei door. In de jaren '50 werden niet-royeerbare certificaten geïntroduceerd.⁴ Deze ontwikkeling is elders uitvoerig geanalyseerd en wordt in dit hoofdstuk niet uitvoerig behandeld.⁵ Zij had tot gevolg dat aandeelhoudersabsenteïsme groeide en dat externe aandeelhouders van invloed verstoken bleven. Veel schrijvers constateerden dat de aandeelhoudersvergadering hierdoor verwerd tot een min of meer symbolische bijeenkomst die nauwelijks in staat was effectief toezicht op het bestuur uit te oefenen:

‘De macht van de AVA (...) schrompelt ineen tot een formaliteit, het bezoek is uiterst klein, veelal vergaderen bestuurders slechts met hun verwanten, hun personeel, hun juridische, bedrijfseconomische en comptabele raadgevers, een enkelen effectenhandelaar en eenige verslaggevers van dag- en vakbladen. Zodoende worden de bestuurders en commissarissen schijnbaar onbeperkte heerschers in de onderneming, zoo ontstaat de oligarchie, onverschillig of die al dan niet in de statuten wordt bevestigd.’⁶

-
2. Sluyterman & Winkelman 1993; Sluyterman 2003, 138 e.v.; De Jong, Röell & Westerhaus 2010.
 3. Hellema e.a. 1956, 9–10. De Jong, Röell & Westerhaus 2010, 778 e.v. concentreren zich op prioriteitsaandelen, beschermingspreferente aandelen, certificering, limitering van het stemrecht en X-procent regelingen en komen tot lagere cijfers dan Hellema e.a. 1956. Vermoedelijk hebben Hellema e.a. 1956 zich mede gericht op constructies waarop het onderzoek van De Jong, Röell & Westerhaus 2010 geen betrekking heeft, zoals gekwalificeerde meerderheidsvoorschriften, piramideconstructies, bindende voordrachtsrechten door anderen dan de prioriteit (zoals door de RvC) en/of op maatregelen specifiek gericht tegen *Überfremdung*, zoals de eis dat bestuurders en commissarissen de Nederlandse nationaliteit dienden te bezitten, of dat de vennootschap het zwaartepunt van haar onderneming in Nederland diende te hebben (waarover Van der Grinten 1942). Vgl. voorts Valkhoff e.a. 1959, 40.
 4. Niet-royeerbare certificaten zijn certificaten die niet kunnen worden omgewisseld in aandelen; hierover uitvoerig Hellema e.a. 1956.
 5. Zie bijv. De Jong, Röell & Westerhaus 2010; Frentrop 2003; Voogd 1989; Grosheide 1959; Vroom 1959; Boelens 1946. In hoofdstuk 8 komt de uitgifte van beschermingsaandelen wel uitvoerig aan de orde.
 6. Polak 1931, 68–69. Vgl. voorts Akkerman 1927, 380 en 438; Meij 1934; Schadée 1954, 2.

De AVA zat kortom stevig in een vicieuze cirkel: het absenteïsme vergrootte de vrees bij bestuurders voor toevallige meerderheden die de AVA op een onverwacht moment naar hun hand zouden kunnen zetten. Deze vrees zette vervolgens aan tot verdergaande oligarchie, waardoor de AVA nog meer van haar aantrekkingskracht verloor. De ‘vrijwillige machtsabdicatie’ van de AVA deed de hoop verloren gaan dat de AVA nog een rol van betekenis zou kunnen spelen. De AVA was uitgevallen als controlerende instantie, en het versterken van de AVA werd gezien als het terugzetten van de klok.⁷

135 Institutionaliserings van de NV. Nog daargelaten dat de geringe invloed van externe aandeelhouders de relatieve positie van het bestuur versterkte, de groei van de onderneming verstevigde de positie van het bestuur ook in een ander opzicht. Stond de AVA min of meer buiten de onderneming, het bestuur vervulde in de onderneming een leidende rol. De groei van de onderneming gaf daarom vanzelf het bestuur een centrale rol in de onderneming en, in haar verlengde, de vennootschap. In het tijdvak dat in dit hoofdstuk centraal staat, vertaalde deze economische ontwikkeling zich in juridische zin in het leerstuk van de bestuursautonomie.

De groei van de NV en haar onderneming had meer gevolgen voor het vennootschapsrecht. De contractuele leer, die de NV beschouwde als contract tussen de aandeelhouders, werd steeds moeilijker houdbaar. Het succes van de éénpersoons-NV viel niet in de contractuele mal te passen. Voorts droeg de groei van de onderneming eraan bij dat de NV een eigen belang kreeg bij haar eigen voortbestaan. Dit vennootschapsbelang werd weliswaar aanvankelijk niet geassocieerd met het belang van de onderneming – het werd identiek geacht met het gezamenlijke belang van de aandeelhouders – in ieder geval viel het niet zonder meer samen met de meerderheidsopvatting in de AVA. Het van de concrete aandeelhoudersbelangen geabstraheerde vennootschapsbelang kreeg geleidelijk een eigen kleur en kreeg invloed op de wijze waarop besluiten en statuten moesten worden uitgelegd. Daarmee kwam de oude contractuele opvatting verder onder druk te staan: een overeenkomst heeft immers geen eigen belang, maar bestaat slechts bij gratie van de belangen van partijen. In plaats van de contractuele opvatting verdedigde daarom Scholten de corporatieve opvatting die in Duitsland sinds jaar en dag de heersende was. Deze leer, die de vennootschap als instituut beschouwde, werd geleidelijk de heersende. Het sluitstuk van deze ontwikkeling vormt het *Mante*-arrest waarin besloten ligt dat de institutionele (corporatieve, objectiefrechtelijke) leer ook voor het Nederlandse recht werd aanvaard.⁸ De institutionele leer beschouwde de NV

7. Sanders 1952, 337 e.v.; 350.

8. HR 30 oktober 1964, *NJ* 1965, 107 m.nt. GJS, *AAe* 1965, 63 m.nt G, NV 42 (1964–1965) m.nt. Ma (*Mante*).

als deelrechtsorde; niet de AVA vormde de hoogste macht in deze vennootschapsorde, er gold een functionele scheiding van bevoegdheden tussen AVA, bestuur en RvC.

136 Institutionalisering van de onderneming. Nauw verwant met ontwikkeling naar een institutionele *vennootschapsleer* is het proces van de institutionalisering van de *onderneming*. Drijvende kracht achter dit proces was niet alleen de groei van de onderneming, maar vooral ook een politiek emancipatiestreven: de wens om aan de factor arbeid meer medezeggenschap toe te kennen. Voorstanders van medezeggenschap betoogden dat de productiefactoren kapitaal en arbeid dezelfde invloed moesten krijgen op het ondernemingsbestuur, althans dat de zeggenschap van de factor arbeid binnen de onderneming moest worden versterkt. Vanzelfsprekend werd deze discussie vooral aangevoerd door sociaal-democraten, maar zij vonden een willig oor onder veel schrijvers van katholieken en protestantsen huize. Zo belandde de discussie in politiek vaarwater en werd een ideologische. Daarbij valt op dat de perspectiefkeuze vaak een verborgen politieke keuze impliceerde: zij die geen voorstander van medezeggenschap van de factor arbeid waren, verkozen een juridisch perspectief. Zij benadrukten dat de NV een kapitaalsassociatie was, en dat de onderneming eigendom was van de NV. Voorstanders van medezeggenschap namen de onderneming tot uitgangspunt en benadrukten de gelijkwaardigheid van de factoren kapitaal en arbeid. Het vennootschapsrecht werd instrument van de politieke discussie over verdeling van welvaart, zulks tegen de achtergrond van een alom aanwezig vertrouwen in verdere groei.

Deze discussie culmineerde in 1964 in een verdeeld advies van de commissie-Verdam, gevolgd door een SER-advies en de invoering van de structuurregeling in 1971.

137 Vertrouwen. De groei van de onderneming en het politieke vaarwater waarin zij belandde waren de belangrijkste drijvende krachten achter de ontwikkeling van het vennootschapsrecht. Deze drijvende krachten op zichzelf beschouwd zouden echter een onvolledig beeld geven wanneer zij niet worden geplaatst tegen de achtergrond van de Nederlandse vertrouwenssamenleving. ‘Schandalen omtrent de n.v. behoren in ons land tot de hoge uitzonderingen’, schreef Van der Grinten ter gelegenheid van het zilveren jubileum van de wet van 1928. Hij plaatste dit op het conto van de ‘bonafiditeit van de Hollandse industrieel en koopman’.⁹

Het wederzijdse vertrouwen komt op verschillende niveaus terug. Het vormde de basis voor de overlegeconomie die werd gekenmerkt door het gedeelde besef van gezamenlijke verantwoordelijkheid voor de wederopbouw. Het wederzijds vertrouwen stelde de werknemers- en werkgeversorganisaties in staat ten behoeve

9. Van der Grinten 1953.

van het gemene best over en weer concessies te doen en compromissen te sluiten. De leiders van de verschillende zuilen en vakorganisaties waren daartoe in staat omdat zij – mede dankzij de naoorlogse groei – in het algemeen veel vertrouwen genoten van hun achterban.

Ondanks hun vaak machteloze positie stelden aandeelhouders in het algemeen vertrouwen in hun bestuurders en commissarissen. Dit vertrouwen werd ongetwijfeld gevoed door de afwezigheid van schandalen en blijkt ook uit de grote Nederlandse kapitaalmarkt die was ontstaan ondanks het gebrek aan aandeelhoudersinvloed. Nog in 1970 kon Blom stellen dat er maar enkele landen ter wereld zijn – de VS, Canada, het VK en Nederland – waar het bedrijfsleven in overwegende mate in de vorm van volledig open ondernemingen wordt gedreven.¹⁰ Het vertrouwen van beleggers in de ondernemingsleiding stelde controlerende families in staat hun belangen geleidelijk af te bouwen, onder behoud van de controle door middel van bijvoorbeeld prioriteitsaandelen of invloed op het bestuur van de stichting administratiekantoor.

138 Plan van behandeling. Dit hoofdstuk vangt in § 7.2 aan met een korte ondernemingsrechtelijke ideeëngeschiedenis aan de hand van enkele Duitse, Engelse, Amerikaanse en Franse schrijvers uit het interbellum. Staan de Franse institutionalisten min of meer op zichzelf, de discussie in Duitsland, Engeland en in de VS liep opvallend parallel. De thema's die de buitenlandse schrijvers aansneden zouden later ook het Nederlandse *discours* beheersen. Zij hebben vooral betrekking op de zich wijzigende interne verhoudingen als gevolg van de groei van de onderneming. De discussie werd in toenemende mate gevoerd door economen die dachten vanuit een politiek-economisch perspectief. Daardoor verschoof de nadruk van vennootschap naar onderneming. Deze perspectiefwisseling zou in ieder geval de zeggenschapspositie van de aandeelhouders niet versterken.

Vervolgens onderzoekt § 7.3 het proces dat heeft geleid tot het verlaten van de contractuele leer en de aanvaarding van de institutionele vennootschapsopvatting. § 7.4 behandelt de institutionalisering van de onderneming, met de invoering van de structuurregeling in 1971 uitmondend in de vervlechting van het vennootschaps- en ondernemingsrecht. De institutionalisering van de NV en van de onderneming hangen gedeeltelijk met elkaar samen, ook in chronologisch opzicht. Anderzijds liep de laatste discussie door toen de institutionele vennootschapsleer rond ongeveer 1960 reeds was erkend. Ondanks hun onderlinge verbondenheid worden zij daarom toch gescheiden behandeld.

10. Blom 1970.

7.2 Onderneming en vennootschap in het buitenlandse discours

139 Rathenau. Walther Rathenau (1867–1922) behoorde tot de industriële elite van Duitsland¹¹ en was tijdens de Eerste Wereldoorlog nauw betrokken bij Duitse pogingen om grondstoffen ten behoeve van de oorlogvoering zeker te stellen. In 1914–1915 slaagde hij er binnen enkele maanden in om de gehele Duitse industrie, inclusief ‘zijn’ AEG, zodanig te reorganiseren dat zij *de facto* in dienst van de Duitse oorlogseconomie werd gesteld.¹² Rathenaus persoonlijke ervaringen vonden hun weerslag in zijn opvattingen over de inrichting van de onderneming. In *Vom Aktienwesen* (1917) en in *Von kommenden Dingen* (1918) beschreef hij de *Substitution des Grundes*, de geleidelijke maar grote veranderingen die de scheiding van belang en zeggenschap binnen het *Aktienwesen* teweeg had gebracht.¹³

De groei van de onderneming had volgens Rathenau geleid tot een verwijdering tussen bestuur en aandeelhouders. De vennootschap rekende niet langer uitsluitend langetermijnbeleggers tot haar aandeelhouders, maar ook kortetermijnspeculanten. Volgens Rathenau ging het dan regelmatig om concurrenten en andere aandeelhouders met tegenstrijdige belangen die niet aarzelden zich te bezondigen aan wat nu *empty voting* wordt genoemd (nr. 197).¹⁴ Gelet op de potentieel schadelijke rol van deze groep, bepleitte Rathenau een eigen zelfstandiger positie van het bestuur ten opzichte van de AVA.¹⁵ De wijziging van het aandeelhoudersbestand veranderde de verhouding tussen bestuurders en aandeelhouders, en vervolgens de aard van de onderneming:

‘Dieses Verhältnis [i.e. de doorgesneden band tussen onderneming en beleggers] aber bedeutet die Entpersönlichung des Eigentums. Das ursprünglich persönlichste Verhältnis eines Menschen zu einer greifbaren,

11. Rathenau, wiens vader na aankoop van enkele patenten van Edison de Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft (AEG) had opgericht, maakte carrière binnen AEG en vervulde naar verluidt meer dan 80 commissariaten. In 1922 werd hij als gematigd liberaal politicus benoemd tot minister van buitenlandse zaken. De moord op Rathenau, datzelfde jaar, door antisemitische rechtsextremisten, leidde tot een schok in de *Weimarer Republik* vergelijkbaar met de moord op Fortuyn 80 jaar later.

12. Hierover en over Rathenaus economische ideeën: Riechers 1996, 11 e.v.

13. Rathenau 1917 en Rathenau 1918.

14. Rathenau 1917, 144. De rol van kortetermijnspeculanten is volgens Rathenau te meer schadelijk, omdat de minderheidsaandeelhouders bovenmatig zouden worden beschermd. Hij bepleitte daarom een beperking van rechten van minderheidsaandeelhouders (Rathenau 1917, 150).

15. ‘Vor allem ist es Sache des Verhandlungsleiters, einem jedem sein Recht zu schaffen, jeden Antrag [der Generalversammlung – MdJ] ernst zu nehmen, sofern er nicht offenkundig den Interessen des Unternehmens zuwiderläuft (...).’ (Rathenau 1917, 144)

genau bekannten Sache ist zu einem unpersönlichen Anspruch auf einen theoretischen Ertrag geworden. Die Entpersönlichung des Besitzes bedeutet jedoch gleichzeitig die Objektivierung der Sache. Die Besitzansprüche sind derart unterteilt und beweglich, daß das Unternehmen ein eigenes Leben gewinnt, gleich als gehöre es niemand, ein objektives Dasein, wie es vormals nur in Staat und Kirche (...) verkörpert war.’¹⁶

De verzelfstandiging van de onderneming had er volgens Rathenau toe geleid dat het doel en belang van de onderneming van betekenis waren veranderd, waarbij duidelijk was dat hij daarbij vooral dacht aan ‘zijn’ AEG en de rol van grote ondernemingen tijdens de Eerste Wereldoorlog. Grote ondernemingen die waren geëvolueerd uit en georganiseerd als zuiver privaatrechtelijke vennootschappen hadden geleidelijk een zekere publieke inbedding gekregen. Daardoor wordt het belang van de onderneming volgens Rathenau niet slechts ingekleurd door het algemeen belang, het algemeen belang verschafte de onderneming zelfs een reden van bestaan.¹⁷ Deze publieke inbedding van grote ondernemingen leidde bij Rathenau tot een pleidooi voor belangenpluralisme. Volgens hem moest van overheidswege kunnen worden ingegrepen wanneer bestuurders of aandeelhouders van grote ondernemingen besluiten nemen die strijdig zijn met het algemeen belang of die ingrijpende gevolgen hebben voor een grote groep werknemers.¹⁸ Dit alles leidde tot een verdere verzwakking van de positie van aandeelhouders

16. Rathenau 1918, 142.

17. ‘[D]ie Großunternehmung ist heute überhaupt nicht mehr lediglich ein Gebilde privatrechtlicher Interessen, sie ist vielmehr, sowohl einzeln wie in ihrer Gesamtzahl, ein nationalwirtschaftlicher, der Gesamtheit angehöriger Faktor, der zwar aus seiner Herkunft, zu Recht oder zu Unrecht, noch die privatrechtlichen Züge des reinen Erwerbsunternehmens trägt, während er längst und in steigendem Maße öffentlichen Interessen dienstbar geworden ist und hierdurch sich in ein neues Daseinsrecht geschaffen hat. Seine Fortbildung im gemeinwirtschaftlichen Sinne ist möglich, seine Rückbildung zur rein privatwirtschaftlichen Bindung oder Seine Aufteilung in kleine Privatpartikel ist undenkbar.’ (Rathenau 1917, 154–155)

18. ‘Wenn heute die Generalversammlung der Deutschen Bank (...) beschließt, die Bank zu liquidieren, so ist der Beschluß privatrechtlich (...) unanfechtbar; der Beschließende handelt in befugte Wahrnehmung erworbener Rechte, die Durchführung ist gesetzlich gesichert, ein Verlust an sichtbarem Vermögen der Nation findet nicht statt (...), und dennoch bleibt dem preußischen Staat oder der Reichsregierung nichts übrig, als umgehend ein Sondergesetz zu erlassen, das den Beschluß rückgängig macht oder seine Durchführung so regelt, daß das Unternehmen mit veränderten Besitzverhältnissen erhalten bleibt. Das gleiche tritt ein, wenn eines der großen Rüstungswerke oder eine der Gesellschaften, die Zehntausende von Familien ernähren oder merkliche Bruchteile des Nationalvermögens kontrollieren, durch Liquidationsbeschluß, Vermögensverfall oder kleinliche Privatpolitik in die Gefahr gerät, als Glied des Wirtschaftskörpers abzusterben oder auszuscheiden.’ (Rathenau 1917, 155)

ten gunste van bestuur en RvC.¹⁹ Aandeelhouders dienden genoeg te nemen met een gematigd dividend, opdat ingehouden winsten de verdere groei van de onderneming zouden kunnen financieren.

140 Keynes. In 1926 zou Keynes vergelijkbare geluiden doen horen.²⁰ Evenals Rathenaus opstellen vertonen Keynes' opvattingen corporatistische trekken. Ook hij meende dat ondernemingen, dankzij de scheiding van belang en zeggenschap, een taak kunnen vervullen die veel verder gaat dan louter winststreven ten behoeve van de aandeelhouders. Keynes signaleerde de trend dat

'(...) joint stock institutions, when they have reached a certain age and size, [are approximating] to the status of public corporations rather than that of individualistic private enterprise. One of the most interesting and unnoticed developments of recent decades has been the tendency of big enterprise to socialise itself. A point arrives in the growth of a big institution – particularly a big railway or big public utility enterprise, but also a big bank or a big insurance company – at which the owners of the capital, i.e. its shareholders, are almost entirely dissociated from the management, with the result that the direct personal interest of the latter in the making of great profit becomes quite secondary. When this stage is reached, the general stability and reputation of the institution are the more considered by the management than the maximum of profit for the shareholders. The shareholders must be satisfied by conventionally adequate dividends; but once this is secured, the direct interest of the management often consists in avoiding criticism from the public and from the customers of the concern. This is particularly the case if their great size or semi-monopolistic position renders them conspicuous in the public eye and vulnerable to public attack. The extreme instance, perhaps, of this tendency in the case of an institution, theoretically the unrestricted property of private persons, is the Bank of England. It is almost true to say that there is no class of persons in the kingdom of whom the Governor of the Bank of England thinks less when he decides on his policy than of his shareholders. Their rights, in excess of their conventional dividend, have already sunk to the neighbourhood of zero. But

19. De positie van het bestuur werd niet alleen versterkt in de relatie met de AVA, ook in verhouding tot de RvC. Commissarissen waren vaak niet langer grootaandeelhouders die de werkelijke macht binnen de onderneming uitoefenden, maar werden aangesteld met het oog op specifieke kennis of bekwaamheden. De toezichhoudende rol van commissarissen beperkte zich als gevolg van de groei van de onderneming steeds meer tot toezicht op hoofdlijnen. Voor commissarissen was vooral een rol weggelegd in tijden van crisis en bij de benoeming van nieuwe bestuurders. (Rathenau 1917, 129 e.v.)

20. Keynes 1926 (1927).

the same thing is partly true of many other big institutions. They are, as time goes on, socialising themselves.²¹

Volgens Keynes moet deze natuurlijke ontwikkeling ten volle worden benut en vormt zij het redelijk alternatief voor loutere winstgerichtheid of staatsocialisme.

141 Haussmann. De opvattingen van Keynes en vooral Rathenau zijn bestreden door Haussmann.²² Anders dan Rathenau had betoogd, had de gemiddelde Duitse beursvennootschap volgens Haussmann nog steeds een geconcentreerd aandeelhoudersbestand. Bij dergelijke vennootschappen fungeert de AVA veel beter, omdat aandeelhouders een groter belang hebben bij goed toezicht.²³ Hoewel Haussmann de verschillen tussen beide typen onderkende, betwistte hij dat zij principieel van aard waren: ook een onderneming met een verspreid aandeelhoudersbestand moet concurrerend blijven en kan daarom niet te veel middelen spenderen die de winstgevendheid aantasten.²⁴ Haussmann verweet Rathenau voorts dat deze geen onderscheid maakte tussen vennootschap en onderneming, althans dat Rathenau de vennootschappelijke verhoudingen aan de onderneming ondergeschikt maakte. Dat bezwaar klemde volgens Haussmann te meer, omdat Rathenau normatieve consequenties trok uit het feit dat de positie van het bestuur bij dit type onderneming was versterkt ten opzichte van de aandeelhouders: met de onderneming werd de AG tot instrument gemaakt van economische politiek doordat het bestuur werd aangemoedigd andere belangen dan die van de aandeelhouders in zijn afwegingen te betrekken. De bezwaren hiertegen waren volgens Haussmann des te zwaarder, omdat Rathenaus economische oorlogspolitiek inmiddels (1928) was achterhaald. Haussmann pleitte daarentegen voor een meer zelfstandige, apolitieke functie van het vennootschapsrecht, dat zich aanpaste aan verschillende soorten ondernemingen die in een concreet geval met de vennootschap zijn verbonden.²⁵

Hij onderkende daarbij – en in zoverre is het verschil met Rathenau niet altijd groot – dat de groei van ondernemingen de positie van het bestuur beïnvloedt. De verzelfstandiging van de onderneming ten opzichte van de vennootschap – het *Unternehmen an sich*²⁶ – beïnvloedt de handelingsvrijheid van het bestuur, bijvoorbeeld omdat het gebonden is aan kartelafspraken en omdat het genoodzaakt is rekening te houden met belangen van werknemers,

21. Keynes 1926 (1927), 42–44.

22. Haussmann 1928.

23. Bij Haussmann is het *agency problem* tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders nog niet terug te vinden.

24. Haussmann 1928, 24 e.v.

25. Haussmann 1928, 35 e.v.

26. Dit begrip zou in de Duitse vennootschapsgeschiedenis van de 20^e eeuw een belangrijke rol spelen; hierover uitvoerig: Riechers 1996.

machtsposities van vakbonden of het algemene belang. Hierdoor veranderen ook in beperkte mate de vennootschappelijke verhoudingen, zodat de vennootschap een *Institutscharackter* krijgt:

‘In der allgemeinsten Form pflegt man vom “Institutscharackter” der Aktiengesellschaft zu sprechen, um damit zum Ausdruck zu bringen, daß die in Aktiengesellschaftsform betriebenen privatwirtschaftlichen Unternehmungen, namentlich die Großunternehmungen, auf *ihre Bedeutung und Stellung im allgemeinen Wirtschaftsleben* Rücksicht zu nehmen haben, und daß die Verantwortung der Leiter derartiger Unternehmungen der Allgemeinheit gegenüber mit dem Wachsen des Unternehmens eine steigende werden kann. (...) Eine gewisse Abschwächung der Verantwortung der Leitung gegenüber dem Aktionär zugunsten der Verantwortlichkeit gegenüber der Allgemeinheit in gesundem Sinne mag hier in Anpassung an die moderne Wirtschaftsentwicklung festzustellen sein; aber durch diese in den heutigen Wirtschaftsverhältnissen naturnotwendig begründete Rücksichtnahme auf die Allgemeinheit wird das Grundprinzip der Aktiengesellschaft als privatwirtschaftliches Erwerbsunternehmen und die Stellung der Leitung als Verwalterin fremden Vermögens nicht aufgehoben. Es handelt sich hier (...) *nur um Modifikationen, nicht aber um Aufhebung der Grundprinzipien der privatwirtschaftlichen Aktiengesellschaft.*’²⁷ (curs. origineel)

Daarmee komt Haussmann in de buurt van wat wij nu *enlightened shareholder value* noemen. Kenmerkend voor het *Institutscharackter* van de AG is niet alleen dit gematigde belangenpluralisme, maar ook haar autonomie. De vennootschappelijke autonomie kent volgens Haussmann twee aspecten. In de eerste plaats komt de autonomie – in de letterlijke betekenis van zichzelf de wetten voorschrijvend – tot uitdrukking in haar vennootschapsorde die regels schept aan de hand waarvan de interne besluitvorming en de beslechting van interne geschillen en belangenconflicten geschiedt. In de tweede plaats zijn de vennootschapsorganen autonoom, doordat zij eigen taken en bevoegdheden hebben en niet in een hiërarchische verhouding tot elkaar staan.²⁸ Daarmee verkondigde Haussmann, voortbouwend op Gierke (nr. 112), opvattingen die in Nederland pas met het *Forumbank*-en het *Mante*-arrest door de Hoge Raad zouden worden aanvaard (nr. 151 en 155).

Haussmann schuurde de scherpe kantjes van Rathenaus visionaire ideeën af en maakte duidelijk dat aan de particuliere ervaringen van Rathenau geen algemene geldigheid moest worden toegekend. Duidelijker dan Rathenau en Keynes onderscheidde Haussmann tussen vennootschap en onderneming en doorzag hij de consequenties van dit onderscheid.

27. Haussmann 1928, 42.

28. Haussmann 1928, 47 e.v.

142 Brookings. Dezelfde discussie speelde in het interbellum in de VS. Enkele jaren vóór Berle en Means heeft de Amerikaanse filantroop en ondernemer Brookings de consequenties van de scheiding van belang en zeggenschap trachten te doorgronden.²⁹ Evenals Rathenau en Keynes maakte hij daarbij nauwelijks verschil tussen vennootschap en onderneming. De scheiding van kapitaal en zeggenschap, die in de VS vermoedelijk verder was doorgevoerd dan in Duitsland, had volgens Brookings twee gevolgen. Ten eerste had de factor arbeid aan invloed gewonnen. Brookings waardeerde deze ontwikkeling positief, omdat nu eenmaal het aantal belanghebbenden bij de onderneming was toegenomen met de groei van veel ondernemingen.³⁰ Omdat bestuurders niet langer automatisch grootaandeelhouders waren, hadden zij meer oog gekregen voor andere belanghebbenden bij de onderneming:

‘The more completely management is separated from ownership the more it comes to be regarded as the representative of all the cooperating parties and conflicting interests, and not simply of the stockholders. Managements come more and more to regard it as their duty to give the stockholders a fair return on their capital, commensurate with returns from other similar investments, the risks run being considered, but not to squeeze out for them the last cent of dividends that can be obtained. And coordinate with their responsibilities to the shareholders they recognize their responsibility to labor to secure for it, as a cooperating factor, a return sufficient in amount and regular enough in its flow to remove grounds of suspicion and opposition to management’s policies, and to furnish an incentive for genuine cooperation – a very different conception from that of labor as a commodity to be bought at the lowest market price. To the public, likewise, the management comes to feel a responsibility to give the best service for which the public is willing to pay the cost, including in cost a fair return to labor, capital and management, all three.’³¹

29. Brookings 1925. In het essay worden de Amerikaanse vakbonden tot een gematigder opstelling opgeroepen. Brookings voerde daartoe als argument aan dat de ondernemingsleiding al dikwijls de belangen van arbeiders in aanmerking neemt.

30. ‘Too many people besides the owner came to have an interest in the results of corporate management. It could no longer be said that whatsoever a man sowed, that should he also reap. His laborers, his customers, his fellow-townsmen, his fellow-countrymen, all reaped with him. The owner retained control of his property and the right to the returns from its use, but the risks of loss and suffering from his mismanagement were spread over a large and increasing number of others. Moreover, good management, from the owner’s standpoint, was more and more likely, as the scale of business grew, to mean bad management from the standpoint of the public. As single business organizations grew large enough to dominate the markets in which they bought and sold, the owners gained power to exact an excessive reward for their own services and for the use of their own capital.’ (Brookings 1925, 16–17)

31. Brookings 1925, 21–22.

Een tweede gevolg van de scheiding van belang en zeggenschap was dat de invloed van de factor kapitaal was verminderd. Niet alleen in relatieve zin door de gegroeide machtspositie van de factor arbeid, maar ook absoluut.³² Deze gewijzigde machtsverhoudingen versterkten de positie van het bestuur op een moment dat dit meer oog kreeg voor de tot dusver verwaarloosde belangen van andere betrokkenen. Daarmee richtte de verantwoordelijkheid van het bestuur zich in de eerste plaats op de onderneming en niet langer op de aandeelhouders.³³

143 Berle, Dodd en Means. Enkele jaren later zouden Berle en Dodd in *Harvard Law Review* de degens kruisen over een verwant onderwerp: gelden bestuurders als *trustee* van de vennootschap of van de aandeelhouders?³⁴ Berle en Dodd waren het in zoverre eens dat de positie van bestuurders was versterkt als gevolg van de toegenomen scheiding van belang en zeggenschap. Beiden hadden oog voor het risico dat bestuurders deze machtspositie in hun eigen voordeel zouden gebruiken.

Hun verschil van inzicht is in de eerste plaats te herleiden tot een verschil in perspectief van waaruit zij de taakopdracht van bestuurders bezagen. Berle was gefascineerd door de toenemende scheiding van belang en zeggenschap en zocht naar middelen om te waarborgen dat bestuurders hun invloed niet in de eerste plaats in hun eigen belang aanwendden. Dodd daarentegen was, schrijvend aan het begin van de crisis van de jaren '30 – vóór de verkiezing van Roosevelt tot president – bezorgd dat de politiek onvoldoende antwoord bood op de uitdagingen van de crisis. Gelet op het afwezige leiderschap in de politiek, de afwezigheid van een sociaal vangnet, en op de sterke positie van managers in de economie, stelde hij voor om bestuurders met taken te belasten die verder gingen dan alleen het aandeelhoudersbelang.³⁵

Denkend vanuit onderscheiden motieven, onderbouwden Berle en Dodd hun standpunt vanuit verschillende opvattingen over de vennootschap als

32. '[A]bsentee ownership, where the owners are a large and rapidly changing body of investors (...) is an ownership much less capable of bringing pressure to bear in favor of its own selfish interests, much less antagonistic to rival corporations, much more content to accept from one industry a return no larger than it could get from others. Thus, while the trade-unions and the politicians have been increasing the external pressure on the manager, the internal pressure from the stockholders has decreased. Management is thus coming to occupy the position of trustee, and to maintain its position it must serve the public with the greatest efficiency consistent with a fair return to labor and with the return to capital necessary in order to keep it in industry.' (Brookings 1925, 23)

33. Brookings 1925, 26 e.v.

34. Berle 1931; Dodd 1932; Berle 1932.

35. 'In the spring of 1932, at a time when the Government of the United States seemed practically to have abdicated when face to face with an economic crisis of devastating character and to have left the task of bringing about recovery to our business leaders, I was rash enough to suggest that our law of business corporations, although traditionally based on the theory that the function of business managers is to maximize profits for the benefit of

rechtspersoon. Dit vergt enige toelichting. Gedurende een groot deel van de 19^e eeuw was de fictie-theorie in de VS de heersende geweest. In de fictie-theorie, volgens welke een *corporation* wordt gecreëerd na *state charter*, was de publiekrechtelijke inslag van de oude *universitas* nog terug te vinden. Sinds de tweede helft van de 19^e eeuw konden er echter in steeds meer staten *corporations* worden opgericht zonder statelijke bemoeienis. In verschillende staten was het vennootschapsrecht geleidelijk versoepeld, zodat de interne inrichting meer op concrete wensen kon worden afgestemd. De geleidelijke ‘privatisering’ van het rechtspersonenrecht viel lastig te verklaren vanuit de fictie-theorie. In reactie daarop werden twee theorieën ontwikkeld die de fictie-leer ieder op een andere wijze bestreden: de *aggregate theory* en de *real of natural entity theory*.³⁶ De *aggregate theory*, aangehangen door Berle, trachtte de veranderingen in het vennootschapsrecht vanuit het perspectief van de aandeelhouders te verklaren door de vrijheid van inrichting door aandeelhouders te benadrukken. De vennoten hadden gezamenlijk vermogen in de *corporation* ingebracht dat vervolgens in hun belang werd aangewend door daartoe aangestelde bestuurders.

Door te redeneren vanuit eigendomsrechten van aandeelhouders zag Berle een parallel met de *trust*: de aandeelhouders waren weliswaar geen recht-hebbende op het door hen ingebrachte vermogen, maar dit vermogen werd wel te hunnen behoeven beheerd door de bestuurders.³⁷ De positie van bestuurders was volgens Berle vergelijkbaar met die van *trustees* aan wie de absolute bevoegdheid was gegeven om het aan hen toevertrouwde vermogen te beheren.³⁸ Hij bepleitte daarom om het *trust*-recht ook aan te wenden teneinde het handelen van oppermachtige bestuurders te normeren: niet alleen zijn zij volgens Berle gehouden om wet en statuten na te leven, hun handelen wordt voorts genormeerd door de *trust*: ‘*corporation law becomes in substance a branch of the law of trusts*’.³⁹ Volgens Berle waren daarom bestuurders niet zozeer fiduciaire verplichtingen jegens de *corporation* verschuldigd, als wel jegens hun aandeelhouders.⁴⁰ Hoewel de *aggregate-theory* destijds nog niet de heersende was, vond Berle’s opvatting dat het bestuur zich vooral moet richten

shareholders, might develop a broader view which would make the proposition that corporate managers are, to some extent, trustees for labor and for the consumer more than meaningless rhetoric. The legal difficulties which were involved were clear enough, as Mr. A.A. Berle was quick to point out. (Dodd 1942, 546)

36. Over de Amerikaanse vennootschapstheorieën: Million 1990 en Avi-Yonah 2005.

37. Niet voor niets draagt hun beroemde boek de titel *The Modern Corporation & Private Property* (Berle & Means 1932).

38. Berle 1931, 1073.

39. Berle 1931, 1074.

40. Berle 1931, 1072 e.v.; overgenomen in Berle & Means 1932, 241 e.v.

op het aandeelhoudersbelang wel steun in *Dodge vs. Ford* (1919), een belangrijk arrest van de *Michigan Supreme Court*.⁴¹

De *real* of *natural entity theory* bestreed de fictietheorie vanuit het perspectief van de zelfstandigheid van de vennootschap ten opzichte van zowel staat als aandeelhouders.⁴² Bestuurders zijn in deze opvatting fiduciaire verplichtingen verschuldigd jegens de vennootschap en niet jegens de aandeelhouders. Waar Berle, uitgaande van de *aggregate theory*, de gegroeide zelfstandigheid van bestuurders probeerde te beteugelen, werd de bestuursautonomie door de *real entity theory* juist gelegitimeerd.

Meer dan de beide andere theorieën stelde de *real entity theory* de *corporation* in rechte gelijk aan natuurlijke personen. Niet alleen ten aanzien van de rechten van vennootschappen maar ook ten aanzien van de (morele) verplichting van de *corporation* zich als *citizen* te gedragen door zich in hun handelen rekenschap te geven van de gevolgen van hun handelen jegens derden.⁴³ In zijn antwoord op Berle betoogde Dodd op basis van de *real entity theory* dan ook dat bestuurders meer belangen dan alleen die van de aandeelhouders in aanmerking dienen te nemen.⁴⁴ Veel vennootschappen, zoals de grote treinmaatschappijen, vervulden immers publieke taken. Daar komt bij dat Dodd weliswaar de scheiding tussen vennootschap en aandeelhouders benadrukte, maar geen scherp onderscheid maakte tussen vennootschap en onderneming. Sterker, hij nam beide samen, sprekende van '*the business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function*.'⁴⁵ Zoals hierboven reeds bleek, leidt het binnentreden van de onderneming in de vennootschappelijke orde dikwijls tot belangenpluralisme. Ook bij Dodd was dit geval: volgens hem zijn bestuurders '*no longer attorneys for stockholders; they were becoming trustees of an institution*.'⁴⁶ Bij de vervulling van hun taken dienden bestuurders daarom achtereenvolgens in te zetten voor *fair rate of return* voor aandeelhouders, voor de belangen van werknemers, klanten en voor het algemeen belang.

In zijn repliek schoof Berle, voorzichtig op in de richting van Dodd.⁴⁷ Weliswaar is ook zijn repliek geschreven vanuit het aandeelhoudersperspectief,

41. Daarin werd overwogen dat '*[a] business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes*.' (204 Mich. 459, 170 N.W. 668. (Mich. 1919))

42. Million 1990, 203.

43. Million 1990, 203; Avi-Yonah 2005, 813 e.v.

44. Dodd 1932.

45. Berle 1932, 1148; onderstreping MdJ. Zie ook Frentrop 2013, 123.

46. Dodd 1932, 1154.

47. Berle 1932.

maar Berle heeft geen principiële bezwaren tegen een pluralistisch model en laat zelfs de mogelijkheid open dat het recht zich in die richting ontwikkelt. De weerstand tegen het belangenpluralisme was gelegen in zijn wantrouwen jegens bestuurders. Zo lang onvoldoende waarborgen bestaan tegen misbruik door bestuurders, dienen juristen zich volgens Berle te verzetten tegen deze herverdeling van middelen door middel van een pluralistisch vennootschapsmodel.

Berle en Means gingen kort nadien weer een klein stapje verder: vanuit theoretisch oogpunt hadden de schrijvers sympathie voor een pluralistisch model.⁴⁸ Voorlopig was echter volgens Berle en Means onvoldoende duidelijk welke rol het algemene belang binnen de vennootschap diende te spelen en op welke wijze het toezicht moest worden georganiseerd. Naar geldend recht verwierpen Berle en Means daarom een pluralistisch vennootschapsrecht. Wanneer zij twee alternatieven tegen elkaar afwegen – het bestuur handelt uitsluitend in het belang van de aandeelhouders, of naar eigen goeddunken – dan geniet het eerste alternatief hun ondubbelzinnige voorkeur.⁴⁹

Met hun wantrouwen jegens bestuurders verschilden Berle en Means van Keynes, Brookings of Rathenau; de laatste sprak zelfs van het *Beamtenidealismus* van bestuurders. Het verschil in perceptie kan worden verklaard tegen de achtergrond van de crisis die veel misstanden aan de oppervlakte had gebracht. Het pluralisme van Rathenau was daarentegen geworteld in diens eigen ervaringen als bestuurder en commissaris en in zijn publieke rol tijdens de Eerste Wereldoorlog, terwijl het optimisme van Keynes wellicht voortvloeit uit de voorspoed van de tweede helft van de jaren '20: waar de winsten groeiden en de aandelenkoersen stegen, ontstond ruimte om na te denken over een andere verdeling van welvaart. Van dat optimisme was enkele jaren na het uitbreken van de crisis niet veel meer over.

Bij Berle en Means is duidelijk zichtbaar dat zij staan in een andere vennootschapstraditie dan de continentaal-Europese schrijvers: voortbouwend op Adam Smith kennen Berle en Means aan de bescherming van *property* grote betekenis toe. Waar Berle en Means spreken van een collectieve eigendom van de aandeelhouders op het vermogen van de vennootschap en waar zij de

48. Berle & Means 1932, 312. Opvallend is dat hoofdstuk 2.VII van Berle & Means 1932 – een bewerking van Berle 1931 – anders dan Berle 1931 in de inleiding vermeldt stelt dat '[i]t is entirely possible (...) that the corporate profit stream in reality no longer is private property, and the claims on it must be adjusted by some test other than that of property right. The writers are unable to say that as a matter of law, this advanced view, however justifiable as a matter of sociology, has yet attained standing. It is rather the reflexion of a movement which is likely to take form in the future, than the statement of a present ordering of affairs.' (Berle & Means 1932, 219). En elders: 'It is clear that the function of capital supplying and risk-taking must be performed and that the security holder must be compensated if an enterprise is to raise new capital and expand its activity just as the workers must be paid enough to insure the continued supplying of labor and the taking of the risks involved in that labor and in the life based on it.' (Berle & Means 1932, 301)

49. Berle & Means 1932, 311.

verhouding tussen bestuur en aandeelhouders kenschetsen als een *trust*-verhouding, ligt een op de aandeelhoudersbelangen georiënteerde benadering voor de hand.⁵⁰

Het is opvallend hoe de opvattingen van zowel Berle als Dodd zich later verder ontwikkelden: zij toonden over en weer zo veel begrip voor elkaars standpunt, dat ze soms wel stuivertje leken te verwisselen. In 1942 gaf Dodd toe dat zijn opvattingen in 1932 waren ingegeven door afwezig politiek leiderschap. Daarvan kon men de kort nadien verkozen president Roosevelt moeilijk betichten. In 1942, nadat de positie van werknemers en consumenten wettelijk beter was beschermd, stelde juist Dodd de fiduciaire verplichtingen van bestuurders jegens hun aandeelhouders weer op de voorgrond.⁵¹

Berle bewoog zich na de oorlog juist in een corporatistische richting, zodat zijn opvattingen sterke verwantschap met Keynes gingen vertonen. In 1954 beschreef hij hoe de maatschappelijke positie van steeds grotere en internationaal opererende vennootschappen was geëvolueerd. Tekenend is Berles perspectiefwisseling: niet langer stelde hij de *property* van machteloze aandeelhouders voorop, maar de onderneming en de bij haar betrokkenen.⁵² Machtige en rijke ondernemingen waren volgens Berle taken van de staat gaan vervullen door zich mede te richten naar het algemeen belang en de belangen van de *stakeholders*. Berle beschrijft deze ontwikkeling inmiddels in positieve termen en meent dat het bestuur zodanig moet handelen *‘that it retains the confidence of its customers, its labor, its suppliers and the sector of the public with whom it deals. (...) The corporation is now, essentially, a nonstatist political institution, and its directors are in the same boat with public office-holders.’*⁵³ Kortom, zo gaf Berle toe onder verwijzing naar zijn discussie met

50. Berle & Means 1932, 294.

51. *‘The social philosophy which is inherent in such legislation as minimum wage laws may, indeed, be broadly described as a philosophy of trusteeship in that such legislation treats the laborer as one who is equitably entitled to at least a certain minimum share in the receipts of business enterprise. But, legally and practically, there is a wide difference between the fiduciary obligation which a trustee owes to a beneficiary – the obligation to administer the trust fund so as to secure to the latter the largest possible return (...) – and the obligation which the modern corporation and its managers owe to labor – the obligation to give recognition to certain specific claims which are accorded to labor by modern legislation. If corporate managers should concede that a certain suggested course of action would increase both short-term and long-term earnings available to shareholders, (...) and that it would neither violate any rule of law nor the contract rights of any person, including those of the managers themselves, the managers ought, according to orthodox trusteeship principles, to pursue that course of action in the interest of the shareholders. But there is no similar legal duty to pursue a course of action which would enable the corporation to benefit its employees by raising wages.’* (Dodd 1942, 547).

52. Berle 1954, 18 e.v.

53. Berle 1954, 60. Bestuurders behoorden volgens Berle daarom niet langer uit te zijn op winstmaximalisatie, maar, integendeel, *‘they must consciously take account of philosophical considerations. They must consider the kind of a community in which they have faith, and*

Dodd in de jaren '30, *'the argument has been settled (at least for the time being) squarely in favor of Professor Dodd's contention.'*⁵⁴

144 Franse institutionalisten. De hierboven besproken schrijvers onderzochten de groei van de onderneming en haar verhouding tot de vennootschap vanuit juridisch of economisch perspectief. In Frankrijk bestond een stroming die hetzelfde verschijnsel bestudeerde, maar vanuit rechtssociologische invalshoek. De Franse institutionalisten, zoals Hauriou, Renard en Delos, bezagen de institutie als maatschappelijk verschijnsel. Daartoe rekenden zij niet alleen ondernemingen, maar iedere organisatie van twee of meer personen die lange tijd aan het maatschappelijk verkeer deelneemt, zoals de staat, de kerk, ziekenhuizen, de rechterlijke macht etc. Door het brede bereik van hun theorie zijn de ideeën van de Franse institutionalisten abstract en hebben deze op het eerste gezicht weinig betekenis voor de vennootschappelijke verhoudingen. Niettemin oefenden zij in Nederland in de jaren '40–'60 veel invloed uit op confessionele schrijvers.

De Franse institutionalisten maakten er geen geheim van dat zij stonden in de katholieke corporatistische traditie. De katholieke sociale leer poogde te voorkomen dat de klassenstrijd zou leiden tot spanningen binnen de kerk en zocht daartoe een derde weg die zich afzette tegen zowel het kapitalisme als het socialisme.⁵⁵ De kerk probeerde de conflicterende belangen van de productie-factoren arbeid en kapitaal te overbruggen door het belang van samenwerking te benadrukken. Daartoe bezigde zij de analogie van de staat als lichaam en bepleitte zij dat 'de verschillende ledematen der maatschappij door een hechte band tot een eenheid worden samengevoegd.'⁵⁶

Deze gedachten komen terug bij Hauriou's theorie over de institutie. Volgens Hauriou bestaat een institutie bij gratie van een centrale *idée*, in het geval van de NV het uitoefenen van activiteiten, vermeld in de statutaire doelomschrijving, teneinde winst te behalen.⁵⁷ Om deze *idée* te verwezenlijken wordt een organisatie in het leven geroepen. Kenmerkend voor deze organisatie zijn verschillende organen aan wie bepaalde taken zijn toebedeeld, alsmede de

which they will serve, and which they intend to help to construct and maintain. In a word, they must consider at least in its more elementary phases the ancient problem of the "good life," and how their operations in the community can be adapted to affording or fostering it.' (Berle 1954, 166)

54. Berle 1954, 169.

55. Zie m.n. de encyclieken *Rerum Novarum* (1891) en *Quadragesimo Anno* (1931), www.rkddocumenten.nl.

56. *Quadragesimo Anno*, art. 84.

57. Hauriou 1925, 10 definieerde de *institution* als '*une idée d'œuvre ou d'entreprise qui se réalise et dure juridiquement dans un milieu social; pour la réalisation de cette idée, un pouvoir s'organise qui lui procure des organes; d'autre part, entre les membres du groupe social intéressé à la réalisation de l'idée, il se produit des manifestations de communion dirigées par les organes du pouvoir et réglées par des procédures.*'

functionarissen die namens de *institution* optreden. Deze organisatie maakt het mogelijk een gemeenschap te vormen, wier handelen erop is gericht de centrale *idée* te verwezenlijken. Bij de Franse institutionalisten had de gemeenschap een bijzondere ideologische lading die verband houdt met hun katholieke mens- en maatschappijbeeld.

De rechtssociologische invalshoek bracht mee dat de institutionele theorie het zwaartepunt legde bij de onderneming, niet bij de vennootschap.⁵⁸ Ook bij de Franse institutionalisten leidde het organisatorische perspectief tot belangenpluralisme. Dat geldt te meer, omdat Renard – meer nog dan Hauriou – de institutionele theorie verbond met een christen-democratisch mensbeeld als gemeenschapswezen en daarom de arbeidersbelangen binnen de onderneming een belangrijke plaats toekende.⁵⁹ Dat betekende echter niet dat de leiding van de *institution* zich moest richten naar de resultante van de verschillende deelbelangen binnen de organisatie. De *institution* moest volgens Renard zijn gericht op een belang dat de deelbelangen weliswaar incorporeert maar daar eveneens bovenuit gaat – een zienswijze die ook terugkomt in Maeijers opvatting over het autonoom te bepalen vennootschapsbelang:

‘L’entrepreneur est un gouvernant; il exerce un pouvoir, et tout pouvoir est ordonné au bien commun de ceux sur lesquels il s’exerce. Toute entreprise est le siège d’un bien commun, et vous savez que pour saint Thomas, le bien commun se caractérise par trois traits: (i) c’est un bien *supérieur* au bien particulier des sujets; (ii) c’est un bien *participé* activement et passivement par les sujets; (iii) c’est un bien *participé* par les sujets, mais *inégalement*, en constituant par conséquent entre eux un principe de hiérarchie (...).’⁶⁰

Het belangenpluralisme impliceert volgens Renard niet dat de verschillende belanghebbenden naar rato van hun belang met de leiding zijn belast: Renard beschouwde de *institution* als een hiërarchische organisatie.⁶¹ Vertolker van de *idée* is het bestuur dat aan het hoofd van de onderneming staat. Toegepast op vennootschapsverhoudingen betoogt Renard dat het bestuur weliswaar *de jure* ondergeschikt is aan de AVA, *de facto* zijn de verhoudingen omgekeerd.⁶² De autonomie van de leiding vloeit niet alleen voort uit de gegroeide omvang van veel ondernemingen, de bestuursautonomie past ook bij Renards visie op het eigendomsrecht: dit diende niet slechts het belang van de eigenaar, maar

58. Zo betoogde Renard dat ‘*si la société anonyme est une institution, elle est recouverte par une institution plus vaste qui est l’entreprise. Et, de fait, elle n’est pas un tout indépendant et autonome, mais une partie qui doit être ordonnée à l’institution supérieure.*’ (Renard 1939, 58)

59. Renard 1939, 4 e.v.

60. Renard 1939, 24–25.

61. Renard 1939, 11.

62. Renard 1939, 51.

behoorde op een maatschappelijk nuttige wijze te worden aangewend – in dit geval door het in dienst te stellen van de *institution*.⁶³ Renard maakt de factor kapitaal zelfs ondergeschikt aan de factor arbeid:

‘La société anonyme doit être organisée et conduite en vue du bien commun de l’entreprise. Sous ce rapport, les actionnaires doivent bien se rendre compte qu’en tant qu’actionnaires, ils collaborent moins au bien commun que les techniciens et les ouvriers de l’entreprise qui y consacrent, eux, toute leur activité et toute leur intelligence. Le tout, c’est l’entreprise et non pas la société des capitalistes.’⁶⁴

De Franse institutionele leer legt grote nadruk op het belang van de continuïteit van de *institution*. Instituties behouden hun identiteit onafhankelijk van hun functionarissen, arbeiders of aandeelhouders. Is de *institution* bij aanvang het gevolg van een oprichtingshandeling en dus nauw met (de identiteit van) haar oprichters verbonden, met haar groei en ontwikkeling raakt zij steeds meer onthecht van haar functionarissen en aandeelhouders. Het contractuele aspect boet aan betekenis in en de *institution* krijgt een objectiever karakter. Zo werden dezelfde eigenschappen aan de *organisatie* toegeschreven, die eeuwen eerder de *universitas* en, later, de rechtspersoon hadden gekenmerkt:

‘L’institution est un être distinct des individus qui se succèdent dans ses cadres ou dans sa direction: les hommes passent, l’institution demeure identique à elle-même dans ses adaptations et ses transformations successives. C’est toujours le même fleuve, mais ce sont sans cesse des eaux nouvelles qui y coulent.’⁶⁵

145 Evaluatie. De bestemming van de mens en zijn plaats in de maatschappij worden door de Franse institutionalisten tevoren ingevuld op een wijze die niet meer strookt met de geïndividualiseerde maatschappij van vandaag. Aan de onderneming wordt een ideële bestemming gegeven die niet meer overeenstemt met de opvattingen van vandaag. Probeert men zich echter te verplaatsen in de jaren ‘20 en ‘30, dan valt de beoordeling wellicht positiever uit. De Franse institutionalisten probeerden een middenweg te bewandelen tussen het socialisme en het liberalisme die destijds veel verder uiteen lagen dan

63. Renard 1939, 40.

64. Renard 1939, 58. Dit alles mondt uit in een pleidooi om de AVA het recht te ontnemen bestuurders op ieder moment te ontslaan, om het stemrecht slechts toe te kennen aan houders van aandelen op naam en om de toezichhoudende taken van commissarissen te versterken ten koste van de positie van de AVA. (Renard 1939, 53; 57 e.v.; 265).

65. Renard 1939, 11. Deze laatste zin is een omkering van Heraklites’ *panta rhei* die juist de constante verandering had willen illustreren door te stellen dat men niet tweemaal in dezelfde rivier kan stappen, omdat er steeds weer vers water door de rivier stroomt.

vandaag. In tijden van massawerkeloosheid, crisis van het kapitalisme en een gering sociaal vangnet, in tijden waarin men gewoon was zijn hele werkzame leven bij dezelfde onderneming te werken, is het niet verwonderlijk dat de onderneming mede in dienst wordt gesteld van de belangen van de gemeenschap waaronder arbeiders, zulks ten detrimente van de positie van aandeelhouders. De hiërarchische structuur van de onderneming past beter bij een maatschappij die minder geïndividualiseerd is dan nu.

Het valt daarom goed te begrijpen dat de institutionele theorie in Nederland in vruchtbare aarde viel. De samenleving leek verbonden door een algemeen gedragen *idée* van gezamenlijke wederopbouw. Katholieke en protestantse schrijvers die wilden ontsnappen aan de tegenstellingen tussen de ondernemingsleiding, arbeid en kapitaal en voelden zich door de Franse institutionalisten aangesproken. Invloed was vooral merkbaar bij schrijvers die ijverden voor medezeggenschap van werknemers, zoals De Gaay Fortman, Romme en Van Campen (nr. 158). Via Van Nispen tot Sevenaer sijnelden Franse institutionele ideeën door in de institutionele vennootschapsleer (nr. 152).⁶⁶ Indirect valt Maeijers opvatting over het vennootschappelijk belang tot de Franse institutionalisten terug te voeren (nr. 154).

Al lieten Nederlandse schrijvers van sociaal-democratische huize zich door Rathenau en Keynes inspireren,⁶⁷ directe invloed van de overige buitenlandse schrijvers is minder duidelijk aanwijsbaar. Niettemin zijn ook hun analyses van betekenis om de na-oorlogse Nederlandse ontwikkelingen te duiden. Hoewel hun opvattingen uiteenliepen, zijn er veel overeenkomsten. Zij onderzochten allen de organisatierechtelijke gevolgen van de groei van de onderneming. Deze vergrootte telkens de scheiding van belang en zeggenschap: ondernemingen werden in toenemende mate gefinancierd met ingehouden winsten en waren daardoor minder afhankelijk van aandeelhouders; door hun nauwe betrokkenheid bij de onderneming hadden bestuurders een grote kennisvoorsprong en deze werd vergroot door de opkomst van de bedrijfseconomie als zelfstandige wetenschappelijke discipline. Terwijl aandeelhouders hun greep op de onderneming geleidelijk verloren, groeide de macht van bestuurders.

De verzelfstandiging van de onderneming leidde ertoe dat de contractuele opvatting steeds minder met de werkelijkheid overeenstemde; de contractuele leer veronderstelde immers een duidelijk primaat van de aandeelhouders en een grote betrokkenheid en invloed van aandeelhouders. Bij een grotere vennootschap past meer de vennootschappelijke autonomie, ofwel een vennootschapsorde zoals door Haussmann voorgestaan. Nóg verder gingen de Franse institutionalisten die de onderneming beschrijven in termen van rechtspersoonlijkheid. Hun ideeën zouden wel weerklank vinden bij bijvoorbeeld Romme die

66. De Gaay Fortman 1937; Romme 1946; Van Campen 1945; Van Nispen tot Sevenaer 1935 en 1936.

67. Daarover nr. 159.

aan de onderneming rechtspersoonlijkheid wilde toekennen, maar zouden niet de heersende worden.

Alle schrijvers maken tot slot gewag van de belangenverbreding die inherent lijkt aan de groei van de onderneming; de meeste schrijvers beschouwden die belangenverbreding zo niet als wenselijk, dan toch als onvermijdelijk. De volgende paragraaf keert terug naar Nederland en onderzoekt welke gevolgen de groei van de onderneming had voor het vennootschapsrecht.

7.3 De vennootschap als instituut

146 Inleiding. De consequenties van de groei van ondernemingen voor de vennootschappelijke verhoudingen bleven in Nederland niet onopgemerkt. Zo schreef Polak in 1931:

‘[Bestuurders] zijn niet langer de beheerders van een vermogen, hun door anderen toevertrouwd, zij zijn niet meer de lasthebbers van de met moeite tot deelneming overgehaalde aandeelhouders, zij zijn de leiders van de onderneming, die zij tot bloei hebben gebracht en die zij tot grotere toekomst zullen opvoeren tot heil van allen, die van haar bloei zullen genieten, arbeiders zoowel als aandeelhouders.’⁶⁸

Toch bleef het debat beperkt vergeleken met de discussie in het buitenland.⁶⁹ De herziening van het vennootschapsrecht eiste zo veel aandacht op, dat de structurele veranderingen als gevolg van de groei van de onderneming onderbelicht bleven. De wet van 1928 stelde dan ook stevig op de contractuele leer. Na voltooiing van de herziening verslapte de discussie over goed bestuur en de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders. Toch deden zich al vóór de voltooiing van de herziening ‘onderhuids’ belangrijke ontwikkelingen voor die na de Tweede Wereldoorlog zouden leiden tot de institutionele vennootschapsopvatting. Geleidelijk vond de gegroeide bestuurszelfstandigheid in rechte erkenning (§ 7.3.1). Vanuit het perspectief van de contractuele leer was deze ontwikkeling niet voor de hand liggend. De contractuele leer ging immers uit van een hiërarchische rechtsverhouding tussen aandeelhouders en bestuurders.

De groei van de onderneming zette de contractuele opvatting ook langs andere weg onder druk. Geleidelijk ontstond een vennootschapsbelang dat werd geabstraheerd van de concrete belangen van hen die de AVA controleerden. Zo ontstond ruimte voor een andere vennootschapsopvatting, die de NV vanuit institutioneel perspectief beschouwde: volgens de institutionele (corporatieve)

68. Polak 1931, 69.

69. Bijv. Cobbenhagen 1923; Tekenbroek 1923, 84 e.v.; Zeylemaker 1945–1946.

opvatting vormde de NV een eigen deelrechtsorde met een objectiefrechtelijk karakter (§ 7.3.2).

§ 7.3 concentreert zich op die aspecten van de institutionele leer die voor open NV's relevant zijn. Het zou echter van een misvatting getuigen om de institutionele leer louter te beschouwen als reactie op ontwikkelingen die zich bij grote NV's voordeden; de institutionele vennootschapsleer vormt mede het antwoord op kwesties die zich juist of evenzeer bij besloten NV's voordeden; het gaat daarbij vooral om de toelaatbaarheid van eenpersoons-NV's en het karakter van de oprichtingshandeling.⁷⁰ Deze onderwerpen blijven verder buiten beeld.

7.3.1 Bestuursautonomie

147 Wetsgeschiedenis. Het *Forumbank*-arrest (nr. 150) wordt dikwijls aangeduid als beginpunt voor het leerstuk van de bestuursautonomie. Inderdaad kan men stellen dat dit leerstuk na *Forumbank* aan betekenis heeft gewonnen als gevolg van de verbreding van de taakopdracht van commissarissen (en bestuurders) bij de invoering van de structuurwet. Tegelijkertijd vormde *Forumbank* ook de afsluiting van een discussie over de bestuurstaak die sinds de invoering van de wet van 1928 had gespeeld. § 7.3.1 behandelt de rechtsontwikkeling die met *Forumbank* haar voorlopig sluitstuk vond. Deze ontwikkeling werd gedreven door de veranderde verhoudingen in de praktijk, maar vond haar juridische weerslag in een technische discussie over art. 43 en 47 WvK (nr. 150). De discussie spitste zich in de eerste plaats toe op de vraag hoe ruim de wettelijke bestuurstaak moet worden opgevat en ten tweede op de vraag in hoeverre het bestuur gehouden is instructies van de AVA op te volgen.⁷¹

Het Ontwerp Nelissen (1910) bepaalde reeds dat binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen alle bevoegdheid aan de AVA behoort, die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend (art. 45). Dit voorschrift is uiteindelijk

70. Volgens art. 1349 OBW behelst een overeenkomst een handeling waarbij een of meer personen zich jegens een of meer andere verbinden. Uit de oprichting van een NV vloeide weliswaar voor de oprichters de verplichting tot volstorting van de aandelen voort, maar met de vervulling van deze verbintenis was volgens de contractuele leer de overeenkomst niet ten einde. De institutionele opvatting nam deze inconsistentie weg door de oprichtingshandeling te beschouwen als *Gesamtakt* of rechtshandeling van eigen aard, gericht op het tot stand brengen van een rechtspersoon. Zie nader Van der Heijden/Van der Grinten 1968, 131, alsmede de literatuur, vermeld in nr. 113, nt. 162.

71. De vraag of en, zo ja, in hoeverre bij of krachtens statuten kan worden afgeweken van de wettelijke bevoegdheidsverdeling kreeg aanvankelijk weinig aandacht in literatuur en rechtspraak.

ongewijzigd als art. 43 WvK in de wet opgenomen.⁷² Het artikel stelde blijkens de toelichting buiten twijfel dat de AVA het hoogste gezag in de NV uitoefent.⁷³ Tegelijk bepaalde art. 43 WvK weinig over de concrete bevoegdheden van de AVA, omdat de reikwijdte van de bepaling immers afhing van de bevoegdheden die door wet of statuten aan het bestuur of anderen waren toegekend.

Ten aanzien van de taken en bevoegdheden van het bestuur bepaalde het Ontwerp Nelissen dat de bestuurder geldt als de lasthebber van de NV (art. 48). Behoudens beperkende statutaire bepalingen waren bestuurders volgens het ontwerp bevoegd om kort gezegd te beschikken over goederen van de vennootschap (art. 49d WvK). Daarbij verwees het Ontwerp Nelissen expliciet naar art. 1833 lid 2 BW dat handelde over lastgeving en waarin werd bepaald dat de lasthebber slechts op grond van een uitdrukkelijke last bevoegd was tot het vervreemden en bezwaren van goederen, om een dading aan te gaan of om een andere beschikkingsdaad te verrichten. Bezie men de verhouding tussen bestuur en AVA in het Ontwerp Nelissen, dan blijkt hieruit een ondergeschikte positie van het bestuur, die niet alleen het gevolg was van het recht van benoeming en ontslag, maar ook van het feit dat de verhouding tussen bestuur en vennootschap is gestoeld op de lastgeving-figuur. Het Ontwerp Nelissen wijkt hierin niet af van de heersende leer van de 19^e eeuw (nr. 117 e.v.).

Het Ontwerp Heemskerk (1925) stond wat onthechter tegenover de oude lastgevingsleer. De voorgestelde artt. 48 en 49d keerden niet terug en in plaats daarvan gaf art. 47 de omschrijving van de bestuurstaak die uiteindelijk in de wet is opgenomen. Volgens art. 47 is het bestuur, behoudens statutaire beperkingen, belast met het *besturen van de zaken*, met het *beheer van haar vermogen*, daaronder begrepen de handelingen bedoeld in art. 1833 lid 2 BW en met de *vertegenwoordiging*. Het verwees slechts naar de *rechtshandelingen* genoemd in art. 1833 BW maar liet in het midden of de rechtsverhouding tussen bestuur en vennootschap wel kon worden gekwalificeerd als lastgeving. Uit de wetsgeschiedenis viel bovendien niet op te maken wat werd verstaan onder ‘het besturen van de zaken der vennootschap’ en ‘het beheer van haar vermogen.’ Deze onduidelijkheid had rechtstreeks gevolgen voor de bevoegdheid van de AVA, die immers werd afgegrensd door de taken en bevoegdheden van het bestuur.

148 Ruimere uitleg van normale bestuurstaak. Dankzij de onbestemde inhoud van art. 47 WvK kon de uitleg ervan ‘meeademen’ op de veranderende

72. Deze bepaling, die al in art. 71 van het Ontwerp Kist is terug te vinden, kwam ongewijzigd terug in art. 43 van het Ontwerp Heemskerk en het Ontwerp Donner en is zo in de wet terecht gekomen. Tijdens de parlementaire behandeling is over het artikel niet afzonderlijk gedebatteerd (Handelingen II 1926–1927, 1840).

73. Belinfante 1929, 77.

opvattingen omtrent de machtsverhoudingen binnen de vennootschap.⁷⁴ Vóór de Tweede Wereldoorlog benadrukten schrijvers bij de invulling van de bestuurs- en beheerstaak de continuïteit met het oude recht. Uit het feit dat uit de wetsgeschiedenis niet blijkt dat de wetgever heeft willen breken met de lastgevingsconstructie, leidde Van der Heijden af dat deze figuur nog steeds gold.⁷⁵ Hij betoogde dat onder de bestuur- en beheerstaak, evenals onder het oude recht, slechts de *dagelijkse* bedrijfsvoering moest worden begrepen. De inhoud van de beheerstaak verschilde daarom van geval tot geval. De betekenis van de verwijzing naar art. 1833 lid 2 BW was volgens Van der Heijden erin gelegen dat de aldaar genoemde handelingen onder de beheerstaak *kunnen* vallen, niet dat deze handelingen te allen tijde onder de beheerstaak moesten worden begrepen.⁷⁶ Of dit het geval is, hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de aard van de NV, de statutaire doelomschrijving en de aard van de desbetreffende handeling.⁷⁷ In essentie weken zij daarmee niet af van hetgeen Molengraaff ten aanzien van het oude recht had betoogd.⁷⁸

Na de Tweede Wereldoorlog gingen de opvattingen schuiven. Volgens Boelens bood de wetsgeschiedenis onvoldoende aanknopingspunten om aan te nemen dat de wetgever geen wijziging heeft willen aanbrengen in de inhoud van de bestuurstaak.⁷⁹ Uit de wetsgeschiedenis leidde Boelens af dat bestuurders bevoegd zijn tot de rechtshandelingen bedoeld in art. 1833 lid 2 BW, tenzij hiervan bij de statuten wordt afgeweken.⁸⁰ Anders dan Van der Heijden meende Boelens dat de wettelijke bestuursbevoegdheden niet in de statuten kunnen

74. Bij de volgende bespreking van opvattingen in de literatuur ligt de nadruk op de *interne* vennootschapsrechtelijke verhoudingen, op de vraag waartoe het bestuur bevoegd was – en waartoe bijgevolg de AVA *niet* bevoegd was. Niet centraal staat de vraag in hoeverre de NV door bestuurshandelingen jegens derden werd gebonden. Het onderscheid tussen *intern* *mogen* en *extern kunnen* komt in art. 47 WvK niet duidelijk naar voren.

75. Van der Heijden 1936, nr. 233. Vgl. voorts Meijers, noot onder HR 20 april 1939, *NJ* 1939, 945, die de rechtsbetrekking van bestuurder tot NV aanduidt als dienstbetrekking of lastgeving.

76. Van der Heijden 1936, nr. 233; evenzo Roes 1930, 130 e.v.

77. Roes 1930, 131.

78. Volgens Molengraaff omvatte de bestuurstaak de dagelijkse bedrijfsuitoefening, het beheer van het vermogen en de vertegenwoordiging jegens derden. Het bestuur was volgens hem in beginsel niet bevoegd de in art. 1833 lid 2 BW bedoelde rechtshandelingen te verrichten, tenzij noodzakelijk voor de gewone uitoefening van het bedrijf. Molengraaff – die had betoogd dat bestuurders hun werkzaamheden in beginsel niet op grond van lastgeving, maar krachtens arbeidsovereenkomst verrichten – leek voor wat betreft de *vennootschappelijke bevoegdheden* van de bestuurders nog vast te houden aan een lastgevingverhouding. (Molengraaff 1923, 229)

79. Boelens 1946, 97 e.v.

80. Boelens 1946, 100.

worden uitgebreid, niet omdat hij voorstander was van een beperkte bestuurs-taak, maar omdat hij juist een grote mate van bestuursautonomie tot uitgangspunt nam.⁸¹ Een jaar later stelde Dorhout Mees dat de in art. 1833 lid 2 BW bedoelde rechtshandelingen in alle gevallen onder de beheerstaak moeten worden gebracht.⁸² Kamphuisen ging vervolgens een stapje verder en betoogde dat bestuurders min of meer soeverein zijn op het gebied van beleid, beschikking en beheer.⁸³ Kort nadien nam ook Van der Grinten afstand van de opvatting van Van der Heijden.⁸⁴ Volgens Van der Grinten had de wetgever de vraag of bestuurders gelden als lasthebbers van de NV bewust in het midden gelaten en zo ruimte geschapen voor verdere rechtsontwikkeling. De lastgeving-opvatting was volgens Van der Grinten inmiddels verlaten. Evenals Boelens meende Van der Grinten dat de beperking van de bestuurstaak tot het *dagelijks bestuur* in strijd was met de eisen van het maatschappelijk verkeer.⁸⁵ Onder de bestuurstaak zouden alle handelingen vallen die behoren tot de *bedrijfsuitoefening*, waaronder bij grote NV's begrepen het initiëren van nieuwe activiteiten en het afstoten van divisies of het overnemen van ondernemingen. Van der Grinten concludeerde dat in beginsel de bestuursbevoegdheid in volle omvang toekomt aan het bestuur.⁸⁶ Daarmee had de normale bestuurstaak een geleidelijke, maar onmiskenbare bredere invulling gekregen dan voor de oorlog werd aangenomen. Gelet op de 'restbevoegdheid' van de AVA in art. 43 WvK betekende dit dat de bevoegdheid van de AVA navenant was gekrompen.⁸⁷

149 Instructierecht in de literatuur. In het verlengde van de schuivende opvattingen over de normale bestuurstaak ontstond debat over de vraag of de AVA bevoegd was om de bestuursbevoegdheid bij besluit in te perken door aan het bestuur instructies te geven. In nr. 117 bleek al dat in de 19^e eeuw werd aangenomen dat de AVA bevoegd was om bindende instructies te verlenen aan het bestuur. Sindsdien had het onderwerp in de literatuur nauwelijks aandacht getrokken; rechtspraak ontbrak en in de wetsgeschiedenis zijn geen aanknopingspunten te vinden voor een antwoord in de ene of andere richting. Roes ging voor het eerst in op deze vraag.⁸⁸ Hij nam de instructiebevoegdheid tot uitgangspunt, maar meende dat deze in de statuten kon worden 'weggeschreven'; bovendien kon volgens hem uit het bestaan van oligarchische

81. Boelens 1946, 101. Aldus reeds Dorhout Mees 1933, 177.

82. Molengraaff 1947, 244 (passage bewerkt door Dorhout Mees). Dorhout Mees 1933, 177 lijkt al in deze richting te gaan, maar laat zich nog niet ondubbelzinnig in deze zin uit.

83. Kamphuisen 1948, 183.

84. Van der Grinten 1951, 103 e.v.

85. Van der Heijden/Van der Grinten 1955, nr. 233.

86. Volgens Van der Heijden/Van der Grinten 1955, nr. 233 ging het departement ook niet meer akkoord met een beperking van de bestuurstaak tot de dagelijkse bedrijfsuitoefening.

87. Vgl. Kamphuisen 1948, 183.

88. Roes 1930, 259 e.v., i.h.b. 262.

clausules in de statuten worden afgeleid dat de AVA geen instructierecht heeft.

Roes' ideeën vonden geen navolging: de meeste schrijvers leken instructiebevoegdheid van de AVA behoudens andersluidende statutaire bepaling te ontkennen, ook indien de statuten geen oligarchische bepalingen bevatten.⁸⁹ Van der Grinten was aanvankelijk van mening dat concrete opdrachten geen inbreuk op de beheers- en bestuursmacht maakten maar herzag zijn opvatting in 1951.⁹⁰ Hij baseerde zijn opvatting niet alleen op art. 47 WvK maar ook op art. 43 WvK:

‘Dit artikel, waarin gelezen pleegt te worden, dat de algemene vergadering de hoogste macht is in de n.v., is in werkelijkheid veeleer de magna charta voor de overige organen der n.v. De vergadering heeft alle bevoegdheid, doch ook slechts de bevoegdheid, die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend. De ontzegging van bevoegdheid aan de vergadering, waar bevoegdheid van anderen bestaat, is van meer betekenis voor ons vennootschapsrecht dan de positieve toekenning van bevoegdheid. De zelfstandige bestuursbevoegdheid is derhalve zeer ruim. Zij wordt slechts beperkt door enkele wettelijke voorschriften, en kan voorts beperkt worden door de statuten. Overigens is het bestuur vrij.’⁹¹

Zo werd art. 43 WvK, ooit bedoeld om de oppermacht van de AVA te benadrukken, uitgedraaid tot een restbepaling. Als keerzijde van de medaille benadrukte Van der Grinten de verplichting van bestuurders om te handelen zoals een bekwaam en trouw bestuurder betaamt, alsmede de verantwoordingsplicht van bestuurders aan de AVA.⁹²

150 Het *Forumbank*-arrest. De gewijzigde opvattingen vonden hun bezegeling in het *Forumbank*-arrest.⁹³ J.A. van Toorn en M. van Toorn, grootaandeelhouders van NV *Forumbank*, wensten dat de vennootschap een groot aantal van hun aandelen zou inkopen. De koopprijs zou daarbij vooral worden aangewend ter verrekening met hun debetsaldo bij de bank. Dit voorstel stuitte op verzet van bestuur, RvC en minderheidsaandeelhouders, onder andere omdat de inkoop de liquiditeitspositie in gevaar zou brengen. Niettemin zetten de Van Toorns hun wil tijdens de AVA door: deze besloot overeenkomstig het

89. Zie bijv. Boelens 1946, 102. Van der Heijden 1936, nr. 236.1 grondde zijn opvatting op het beginsel van openbaarheid van inrichting. Voor derden was volgens Van der Heijden niet alleen van belang in hoeverre bestuurders *extern* bevoegd zijn, maar ook in hoeverre zij intern zelfstandig zijn, omdat dit het vertrouwen in de NV mede bepaalt.

90. Van der Grinten 1951, 104–105.

91. Van der Grinten 1951, 105.

92. Van der Grinten 1951, 105.

93. HR 21 januari 1995, *NJ* 1959, 43 m.nt. HB.

voorstel tot inkoop van aandelen, zulks ter afdekking van hun gezamenlijke debet-saldo.

Twee minderheidsaandeelhouders riepen de nietigheid van het besluit in, daartoe aanvoerend dat het besluit zou strijden met de goede zeden, goede trouw, en redelijkheid en billijkheid. Volgens het hof viel uit art. 43 en 47 WvK af te leiden dat het bestuur in beginsel bevoegd was te besluiten tot inkoop, tenzij de statuten anders bepalen. Vervolgens legde het hof de statuten aldus uit, dat in deze competentieverdeling ten aanzien van de bevoegdheid tot inkoop geen wijziging was gebracht. Het hof vernietigde vervolgens het besluit, omdat de AVA niet bevoegd was en de directie tégen de voorgestelde inkoop was. Het besluit was volgens het hof strijdig met wet en statuten.

Volgens het hiertegen gerichte cassatiemiddel vloeide uit deze competentieverdeling niet voort dat het besluit nietig is. Uit het feit dat de AVA de hoogste macht uitoefent zou voortvloeien dat de AVA, behoudens andersluidende statutaire bepaling, bevoegd is om instructies aan de directie te geven.

In navolging van AG Langemeijer verwierp de Hoge Raad het cassatiemiddel. De stelling dat de AVA als hoogste macht in de NV bevoegd is instructies aan de directie te geven ziet er volgens de Hoge Raad aan voorbij dat ook de AVA de bij wet en statuten getrokken grenzen van haar bevoegdheid niet mag overschrijden, terwijl het hof juist had vastgesteld dat de inkoop behoort tot de competentie van de directie. Anders dan AG Langemeijer liet de Hoge Raad in het midden of de AVA in beginsel de hoogste macht binnen de NV bezit. Het oordeel van de Hoge Raad steunde geheel op de wettelijke en statutaire bevoegdheidsverdeling. Aangezien de bevoegdheidsverdeling in cassatie geen voorwerp van geschil was, behoeften Hoge Raad noch Langemeijer in te gaan op de vraag in hoeverre de wettelijke competentieverdeling in de statuten kan worden gewijzigd. Ik ben geneigd *Forumbank* zo te lezen dat de Hoge Raad niet heeft willen uitsluiten dat in de statuten een zekere instructiebevoegdheid van de AVA wordt opgenomen. De Hoge Raad overweegt immers dat ook de AVA de ‘bij wet *en statuten* getrokken grenzen harer bevoegdheid niet mag overschrijden’.

Het *Forumbank*-arrest heeft geen verandering gebracht in de ‘uiteindelijke macht’ van de AVA, in die zin dat de vaststelling van statuten en de benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen uiteindelijk geschiedt door de AVA. Deze ‘uiteindelijke macht’ was door de praktijk overigens sterk ingeperkt door de *de facto* gegroeide oligarchie, en door oligarchische clausules. *Forumbank* bevestigde wel het einde van een hiërarchische (verticale) bevoegdheidsverdeling, waarin de taken en bevoegdheden van bestuur en RvC werden gezien als afgeleiden van die de AVA. In de plaats kwam een functionele (horizontale) verdeling van taken en bevoegdheden die doet denken aan Gierkes orgaantheorie waarin bestuur en RvC ontleenden hun bevoegdheden niet langer aan de AVA ontleenen, maar aan de vennootschapsorde (nr. 112). Deze horizontale functiescheiding impliceerde dat de AVA bestuur of RvC niet langer kon verplichten tot

het verrichten van bepaalde handelingen indien de desbetreffende handeling lag binnen de bevoegdheid van bestuur of RvC.

7.3.2 Een vennootschapsorde met een eigen belang

151 Jurisprudentie. In een reeks van arresten heeft de Hoge Raad vanaf de jaren '20 de basis gelegd voor de institutionele leer. Toch probeerde de Hoge Raad lange tijd zijn rechtspraak te wringen in het uitgangspunt 'dat de statuten eener naamloze vennootschap als wettiglijk gemaakte overeenkomst den aandeelhouders tot wet strekken'⁹⁴ (vgl. art. 1374 BW). Uit verschillende arresten die met dit uitgangspunt op gespannen voet staan, blijkt dat het niet altijd eenvoudig viel om een wenselijke uitkomst te passen in het contractuele kader.⁹⁵

In de jaren '20 exploreerde de Hoge Raad bij de uitleg van overeenkomsten de mogelijkheden die art. 1374 lid 3 en 1375 BW boden, ook in beperkende zin.⁹⁶ Op grond van art. 1374 lid 3 BW moeten overeenkomsten te goeder

94. HR 18 april 1913, *W*9500; vgl. reeds HR 18 januari 1901, *W*7553; *MvH* XIII (1901), 40 e.v. (*De Hoop*), waarover nr. 116.

95. Zie bijv. HR 20 april 1928, *NJ* 1928, 1371 m.nt. PS (*Elias-De Gavere q.q.*) over de benadeling van schuldbriefhouders door een kapitaalsvermindering. De Hoge Raad oordeelde dat de statutenwijziging *nietig* was jegens de schuldbriefhouders, voor zover zij door de statutenwijziging werden benadeeld. Terwijl niet was voldaan aan de eisen die de wet aan nietigheid stelt, grondde de Hoge Raad zijn oordeel op art. 1375 BW. De spanning met het contractuele stelsel blijkt uit het feit dat er bezwaarlijk een band valt te construeren tussen art. 1375 BW en de sanctie van nietigheid.

In HR 8 april 1938, *NJ* 1938, 1076 m.nt. PS (*Gulpen & Scherts/Memel*) oordeelde de Hoge Raad dat de AVA niet bij algemene stemmen die het gehele kapitaal vertegenwoordigen besluiten mag nemen in strijd met de statuten. Dit zou strijdig zijn met het stelsel volgens welke statutenwijzigingen een verklaring van geen bezwaar behoeven, alsmede met art. 43 WvK, dat aan de AVA alle bevoegdheden geeft die niet aan anderen zijn toegekend, mits binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen. De motivering moge overtuigend zijn, zij onderstreept het bijzondere karakter van statuten en het contrast met normale overeenkomsten, zo meen ik met Scholten in zijn noot en Asser/Scholten I (1940), 135.

96. Twee voorbeelden, beide over een geschil tussen een verzekeraar en verzekerde. In beide gevallen was de beslechting van geschillen tussen partijen opgedragen aan de RvC van de verzekeraar. HR 29 december 1922, *W*11004 (*Oude Zwolsche*) draaide om de vraag of een dergelijk beding strijdig is met de openbare orde. De Hoge Raad beantwoordde deze vraag ontkennend, 'omdat tegen gebruik niet te goeder trouw door de partij of haar orgaan van de verleende macht beveiliging wordt gevonden in het voorschrift van art. 1374 BW dat alle wettiglijk gemaakte overeenkomsten te goeder trouw moeten worden ten uitvoer gelegd.' Met andere woorden: het beding was als zodanig niet in strijd met de openbare orde, maar wanneer de RvC zich bijvoorbeeld partijdig zou opstellen, zou de verzekerde hiertegen kunnen opkomen met een beroep op art. 1374.

Daarvan was sprake in HR 9 februari 1923, *NJ* 1923, 676, *W*11039 (*De Eendracht*). De RvC van de verzekeraar had zonder motivering en zonder de verzekerde te horen de vordering van verzekerde afgewezen. Het hof had deze handelwijze gebillijkt, daartoe oordelend dat niet was aangetoond dat de RvC te kwader trouw was bij de tenuitvoerlegging van de overeenkomst. In cassatie stond de vraag centraal of het bij de toetsing aan art. 1374 BW

trouw tenuitvoer worden gebracht, terwijl art. 1375 BW onder andere bepaalt dat overeenkomsten mede verbinden tot hetgeen door de billijkheid wordt gevorderd. Waar de contractuele leer soms bleek te klemmen, zocht de Hoge Raad een uitweg door toepassing van art. 1374 en 1375 BW. Op grond van art. 1374 BW achtte de Hoge Raad zich bevoegd te oordelen over de vraag of een besluit kon worden gekwalificeerd als tenuitvoerlegging te goeder trouw van de statutaire overeenkomst. Art. 1374 BW bleek daarmee een praktisch instrument om de vennootschapsorde geleidelijk vorm te geven. Tegelijk vormde het artikel ook een belemmering voor de werkelijke doorbraak van de institutionele leer: wanneer de NV of coöperatie niet meer als overeenkomst zou worden beschouwd, bestond niet langer een wettelijke basis voor de rol van de redelijkheid en billijkheid binnen deze rechtspersonen.

Intussen was de wijze waarop de goede trouw binnen rechtspersonen werd toegepast opmerkelijk. Bij de uitleg van een overeenkomst wordt mede acht geslagen op de (kenbare) belangen van partijen, terwijl een eigen belang van de overeenkomst, op zichzelf beschouwd en los van de belangen van de contractspartijen, doorgaans niet vooropstaat. Anders lag dit voor wat betreft de toetsing van besluiten van rechtspersonen: hoewel de Hoge Raad ‘lippendienst’ bewees aan art. 1374 BW, toetste hij besluiten niet slechts aan de hand van de afweging van belangen van partijen, maar hechtte hij toenemend gewicht aan het belang van de rechtspersoon en haar onderneming. Rechten van aandeelhouders werden telkens afgewogen tegen het gemeenschappelijke belang, dat geleidelijk een eigen reliëf kreeg. Op voorzichtige wijze hanteerde de Hoge Raad het evenredigheidsbeginsel (waarover § 10.3) als instrument om uiteenlopende belangen met elkaar te verbinden.

Hier wordt onderzocht hoe art. 1374 BW als motor en als rem fungeerde op weg naar de institutionele leer en het begrip vennootschappelijk belang. Het eerste te bespreken arrest inzake *Zeeuwse Kunstmestfabriek*⁹⁷ moet niet alleen worden beschouwd als opmaat naar de institutionele leer, maar ook, terugkijkend, als praktisch antwoord op de dogmatische discussie over de *Sonderrechte* en de bescherming van minderheidsaandeelhouders (zie nr. 120 en 121).

aankomt op de subjectieve goede trouw (de subjectieve gezindheid van de RvC), of de objectieve goede trouw (wijze van uitvoering van de overeenkomst). De Hoge Raad koos voor het laatste. Volgens hem ligt aan art. 1374 ten grondslag de onderstelde bedoeling van partijen, dat de uitvoering van de overeenkomst naar billijkheid en redelijkheid zal geschieden, en dat art. 1374 dan ook strekt om deze bedoeling tot haar recht te doen komen. Deze opvatting vindt volgens de Hoge Raad zijn bevestiging in art. 1375 BW dat eveneens beoogt om een behoorlijke uitvoering van de overeenkomst te verzekeren. Het oordeel van het hof getuigde volgens de Hoge Raad van een onjuiste rechtsopvatting, omdat het niet had onderzocht of de beslissing wat betreft behandeling en inhoud voldeed aan de eisen van redelijkheid en billijkheid. Voor een uitvoerig rechtspraakoverzicht, zie Abas 1972, 109 e.v.

97. HR 29 november 1923, *NJ* 1924, 129, *W11147* m.nt. Mff (*Zeeuwse Kunstmestfabriek*).

Het arrest had betrekking op een coöperatie, maar is evenzeer van betekenis voor de NV.⁹⁸ Louisse was lid van de Zeeuwsche Coöperatieve Kunstmestfabriek die haar leden kunstmest verkocht. Als gevolg van gestegen grondstofprijzen werd besloten tot een statutenwijziging waarbij het bedrag dat de leden op een aandeel moesten storten stapsgewijs werd verhoogd (van f 15 naar f 99). De statuten lieten wijziging toe. Louisse, die lid was geworden vóór de statutenwijziging, verzette zich tegen de verplichte bijstorting. De rechtbank greep terug op Goudsmits onderscheid tussen *essentialia* en *substantialia* (nr. 121) en oordeelde dat beslissend was of in het desbetreffende geval door de statutenwijziging de kenmerkende grondslagen van de vereniging werden aangetast. In dit geval was hiervan volgens de rechtbank geen sprake, onder andere omdat ieder aandeel recht gaf op een zekere hoeveelheid kunstmest, die eveneens in prijs was gestegen. Aangezien het doel van de coöperatie was om de leden zo goedkoop mogelijk aan kunstmest te helpen, was door de statutenwijziging geen verandering gebracht in de aanspraak van aandeelhouders op de producten. Omdat bovendien de statutenwijziging de draagkracht van de leden niet te boven ging, oordeelde de rechtbank dat de statutenwijziging de kenmerkende grondslagen van de coöperatie niet aantastte.

De Hoge Raad kwam langs een iets andere redenering tot dezelfde uitkomst. Volgens de Hoge Raad viel in zijn algemeenheid niet in te zien waarom een verhoging van lidmaatschapsgelden niet geoorloofd zou zijn. Dat was slechts anders, indien ‘in de wijzigingen zoude zijn te zien een handelen waarbij de statuten niet te goeder trouw waren ten uitvoer gebracht.’ Vervolgens bezag de Hoge Raad de vraag of hiervan sprake is en overwoog dat

‘... ten aanzien van het doel der vereeniging de verplichtingen der leden tot het nemen van één of meer aandelen, in verband met hunne aanspraak op de producten en de noodzakelijkheid om, tengevolge der prijsstijging die (...) allerwege plaats greep, ter bereiking van het beoogde doel, de aandelen (...) te verhoogen, terwijl die verhoogeningen de draagkracht der aandeelhouders niet te boven gingen, de Rechtbank kenlijk oordeelde dat de

98. Vgl. reeds Hof Arnhem 24 april 1917, *MvH* 28 (1915–1917), 124 (*Berg en Dal*) dat handelde over de *Sonderrechte* van aandeelhouders van een NV. Een statutenwijziging zou leiden tot intrekking van bestaande aandelen tegen uitgifte van winstbewijzen met een lagere winstgerechtigheid. De zeggenschap zou geheel in handen komen van de houders van nieuw uit te geven aandelen. Het hof overwoog dat een dergelijke statutenwijziging ‘de wezenlijke haar kenmerkende grondslagen (...) volkomen omverwerpt (...) met dit gevolg, dat [de statutenwijziging] ook in de onderlinge verhouding van de rechten der verschillende aandeelhouders en in de rechten, die bij de ongewijzigde statuten blijkbaar als voorrechten aan de preferente aandeelhouders waren toegekend, zulk eene verstrekkende verandering en verkorting daarvan aanbrengt, als niet alleen geen enkel aandeelhouder bij de oprichting der vennootschap (...) kan hebben voorzien, maar ook met geen mogelijkheid met een beroep op die statuten (...), of met een beroep op eenige wetsbepaling of rechtsbeginsel valt te rechtvaardigen.’

bedoelde wijzigingen zijn aan te merken als een te goeder trouw ten uitvoer brengen van de (...) statuten, en zulks terecht, omdat de (...) wijzigingen voldoen aan den bij art. 1374, derde lid, B.W. gestelden eisch van redelijkheid en billijkheid waarnaar de statuten moesten worden uitgevoerd.’

In deze overweging kan men een noodzakelijkheids- en evenredigheidstoets terugvinden: de Hoge Raad wijst op de noodzaak tot verhoging en stelt de eis dat de verhoging de draagkracht van de leden niet te boven gaat. In het kader van de noodzakelijkheidstoets wordt tweemaal het doel van de coöperatie in het geding gebracht. Met een extensieve uitleg van art. 1375 BW valt dit wellicht in overeenstemming te brengen met de contractuele leer.⁹⁹ Men zou dan redeneren dat de aard van de statuten het besluit tot verhoging van de bijdrage zou vereisen en langs deze weg binnen de contractuele opvatting ruimte creëren voor een geobjectiveerd belang van de coöperatie. Moeilijker wordt het, wanneer men in aanmerking neemt dat dit geobjectiveerde belang van de coöperatie hier staat tegenover een *Sonderrecht* van een individueel lid van de coöperatie: het recht om niet onvrijwillig jegens de coöperatie verplicht te worden tot bijstorting.¹⁰⁰ De belangenafweging van de Hoge Raad impliceert dat dit *Sonderrecht* niet zonder meer prevaleert boven de meerderheidsopvatting van de ledenvergadering. Dit is m.i. alleen mogelijk, wanneer men aan dit *Sonderrecht* geen contractueel karakter toekent. Daar komt bij dat de kwalificatie van het besluit moeilijk valt te passen in de contractuele leer: de statutenwijziging wordt aangemerkt als de *uitvoering* van de in de statuten besloten liggende overeenkomst.¹⁰¹ Hoezeer de uitkomst van dit arrest bevredigend is en hoe modern ook de afweging, met voorzichtige toepassing van het evenredigheidsbeginsel, de redenering van de Hoge Raad staat op gespannen voet met het contractuele stelsel.

Een stap verder ging het arrest inzake de *Coöperatieve Vereeniging Aard-appelmeelfabriek ‘Westerwolde’* die in zwaar weer verkeerde.¹⁰² Gelet op het tekort zou de coöperatie op grond van de statuten moeten worden ontbonden. Het tekort zou dan worden aangezuiverd door de leden en door de oud-leden die kort tevoren hun lidmaatschap hadden opgezegd. De verplichte liquidatie strekte ertoe een stijging van het tekort te voorkomen en de aansprakelijkheid van de leden te beperken. Om ontbinding te voorkomen werd evenwel besloten tot statutenwijziging als gevolg waarvan de leden konden worden verplicht tot verdere bijstorting ter delging van het tekort. Het tekort zou hierdoor niet mede

99. Vgl. Hülsmann 1935, 125 e.v. Anders Van Nispen tot Sevenaer 1928 volgens wie een ieder zelfstandig belang van de rechtspersoon strijdig is met de contractuele leer.

100. Over de *Sonderrechte*, zie hierboven, nr. 121.

101. Asser/Scholten 1 (1940), 137. Vgl. in dit verband reeds Rb. Amsterdam 29 november 1841, W246 (NHM), besproken in nr. 120.

102. HR 2 december 1926, NJ 1927, 102 m.nt. EMM (*Westerwolde*).

worden omgeslagen onder de oud-leden zodat het risico van de leden werd verhoogd. Lewering, die tegen had gestemd, weigerde bijstorting, daartoe stellend dat het besluit tot statutenwijziging nietig was. Het hof wees de vordering van de coöperatie tot bijstorting af. Volgens het hof was de statutenwijziging in strijd met art. 1374 BW. In cassatie werd betoogd dat niet de statutenwijziging zelf in strijd kon zijn met art. 1374 BW, omdat de leden niet op grond van de gewijzigde statuten werden verplicht tot bijstorting. De statutenwijziging opende slechts de mogelijkheid dat een zodanig besluit zou worden genomen. De Hoge Raad casseerde op deze grond, maar tekende wel aan dat het wel degelijk mogelijk was dat een besluit tot bijstorting zou strijden met art. 1374 BW. Bijvoorbeeld wanneer zou worden besloten om de bestaande leden te verplichten tot bijstorting, terwijl de oud-leden die onder de oude statuten mede aansprakelijk voor het liquidatietekort waren, van deze aansprakelijkheid zouden worden ontheven. De Hoge Raad overwoog dat strijd met redelijkheid en billijkheid

‘niet zou kunnen worden aangenomen op den enkelen grond, dat door de heffing van een omslag van de leden en het daardoor voorkomen van de liquidatie (...), oud-leden van hunne nog bestaande aansprakelijkheid bij liquidatie worden ontheven, maar voor alles zou moeten blijken, dat de leden der vereeniging door de heffing van den omslag (...) in strijd met de goede trouw, onredelijk en onbillijk worden belast.’

Met andere woorden, een verplichte bijstorting zou slechts in strijd met art. 1374 BW kunnen komen, wanneer deze *onevenredig* hoog zou zijn. Maar het enkele feit dat leden krachtens deze statutenwijziging tot bijstorting konden worden verplicht was volgens de Hoge Raad niet in strijd met art. 1374 lid 3 BW. Wanneer dit oordeel wordt gezien vanuit de contractuele grondslag van (in dit geval) de coöperatie, dan valt direct de spanning op.¹⁰³ De verplichte ontbinding strekte immers rechtstreeks ter bescherming van de individuele leden; de statutenwijziging schiep de mogelijkheid dat de aansprakelijkheid van individuele leden tegen hun zin werd vergroot. Het verschil met de *Zeeuwse Kunstmestfabriek* is erin gelegen dat het *Sonderrecht*-karakter in *Aardappelmeelfabriek Westerwolde* duidelijker naar voren komt. De enige rechtvaardiging voor deze uitkomst kan worden gevonden in het belang van de coöperatie dat zodanig is geabstraheerd van de belangen van de individuele leden, dat het in beginsel prevaleert boven een *Sonderrecht* van een onwillig lid.¹⁰⁴

103. Vgl. ook Van Nispen tot Sevenaer 1928.

104. Vgl. voorts HR 15 juni 1928, *NJ* 1928, 1626 m.nt. PS, *W11856 (Westland/Van Kuyk)*. De Hoge Raad bepaalde dat een besluit tot statutenwijziging geen overeenkomst behelst. Aangezien art. 1374 en 1375 van toepassing zijn op de bepaling uit de oude statuten die

HR 17 mei 1940, *NJ* 1940, 968 m.nt. PS betrof de *de facto*-liquidatie van de Onderlinge Hagelverzekering Maatschappij. De Onderlinge kende een reservefonds dat slechts onder stringente voorwaarden kon worden aangesproken. Onder andere wanneer de ledenvergadering met 4/5 van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende de helft van de deelgenoten, zou besluiten tot ontbinding. In dat geval zou het reservefonds worden verdeeld onder de deelgenoten, naar gelang van het bedrag van hun verzekeringen. Het bestuur wilde het fonds liquideren, maar wist niet de benodigde gekwalificeerde meerderheid achter zich te krijgen. Wel slaagde het bestuur erin het reglement te wijzigen met de vereiste gewone meerderheid. Deze wijziging beoogde eveneens de liquidatie van het reservefonds door de mogelijkheid tot uitkering te verruimen en wel zodanig dat een premie werd gezet op uittreding. De omvang van het reservefonds daalde hierdoor van f400.000 tot f1100. In rechte werd vervolgens vernietiging van het besluit gevorderd met een beroep op art. 1374 BW. Het hof wees de vordering toe en nam daarbij in aanmerking dat bij het wijzigingsbesluit ook de strekking van het reglement en het doel van de Maatschappij in acht moest worden genomen.

‘Het Reglement toont, dat de Maatschappij is opgericht om aan de leden schade, geleden door hagelslag, te kunnen vergoeden en dat met dit doel een reservefonds is bijeengebracht, dat, zoolang de Maatschappij niet wordt ontbonden slechts in zeer beperkte mate zou mogen worden aangetast. Dat voorts een groot aantal deelgenooten noodig is om het doel te bereiken en dat daarom het uittreden met aanspraak op een uitkeering wordt beperkt (...). In flagrante strijd met deze reglementaire grondbeginselen, stellen de voormelde besluiten een premie op het uittreden der deelgenooten en maken zij het aan de Maatschappij, welke blijft voortbestaan, onmogelijk om haar taak behoorlijk te vervullen en gemeld doel te bereiken door het daarvoor noodige reservefonds te doen verdwijnen.’

Volgens het cassatiemiddel was geen sprake van schending van art. 1374 BW, omdat het besluit tot wijziging van het reglement op de formeel juiste wijze was genomen, terwijl de leden gelijkelijk waren behandeld. Dit middel faalde. Volgens de Hoge Raad had het hof terecht geoordeeld dat de algemene vergadering aan het reglement een uitvoering te kwader trouw had gegeven. Andermaal valt deze uitkomst slechts te verklaren wanneer men, gelijk het hof, zelfstandige betekenis toekent aan het belang van de maatschappij. In materiële

betrekking heeft op wijziging ervan, kan de statutenwijziging toch aan deze artikelen worden getoetst. In het concrete geval, waarin de ledenvergadering door het bestuur was misleid, voldeed het besluit tot statutenwijziging naar wijze van tot standkomen niet aan de eisen van redelijkheid en billijkheid. Kritisch hierover Asser/Scholten 1 (1940), 137.

zin erkende de Hoge Raad hier een deelrechtsorde en toetste hij of het besluit tot statutenwijziging hiermee in overeenstemming was.

Werd de ‘deelrechtsorde *in disguise*’ aanvankelijk toegepast binnen de onderlinge en enkele coöperaties,¹⁰⁵ kort nadien gold hetzelfde voor de NV. *Baus/De Koedoe I*¹⁰⁶ betrefte de vraag onder welke omstandigheden een besluit tot benoeming van een directeur kan worden vernietigd wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. De Hoge Raad overwoog

‘dat, behoudens hier niet ter zake doende beperkingen, aandeelhouders het recht hebben vrijelijk te beslissen, wien zij als Directeur wenschen te benoemen;

dat, mocht door de meerderheid van aandeelhouders een persoon zijn benoemd, die ten eenenmale de geschiktheid mist om als directeur (...) op te treden, eerst dan van misbruik van meerderheidsmacht, welke aan de minderheid het recht zou geven vanwege strijd met de goede trouw of met de openbare orde en goede zeden de nietigheid van het besluit in te roepen, sprake kan zijn, indien deze benoeming zou zijn geschied met den opzet, *hetzij om zichzelf of een derde onbillijk te bevoordeelen, hetzij om de vennootschap of een derde te schaden.*’

Dit arrest is niet alleen van belang doordat de Hoge Raad bij mijn weten voor het eerst gewag maakt van misbruik van meerderheidsmacht,¹⁰⁷ het gaat hier vooral om de gecursiveerde passage. De Hoge Raad onderscheidt daarin tussen misbruik van meerderheidsmacht met het oogmerk om zichzelf of een derde te bevoordelen, of om een derde of de vennootschap te schaden. Hierin ligt besloten dat vennootschappelijke verhoudingen mede worden beheerst door een belang van de NV dat niet kan worden vereenzelvigd met de belangen van de meerderheid in de AVA.

Na deze arresten was de stap naar de *Doetinchemse IJzergieterij* niet meer groot.¹⁰⁸ NV Uitgevers Mij C. Misset was meerderheidsaandeelhouder van de NV Doetinchemse IJzergieterij. Nadat twee van Missets directeurs, tevens commissaris van de IJzergieterij, waren overleden, had Misset verzuimd nieuwe commissarissen aan te stellen. Misset was hierdoor niet langer in de RvC van de

105. Vgl. over art. 1374 BW in coöperatieve verhoudingen voorts HR 18 november 1926, *NJ* 1927, 283 m.nt. EMM, *W11594 (Stroocartonfabriek)* en HR 3 november 1927, *NJ* 1929, 900 m.nt. EMM (*Union II*).

106. HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/De Koedoe I*).

107. Men zou overigens ook een verband kunnen zien tussen HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (*Wennex*) en het onderhavige arrest. De overweging in *Wennex* dat het stemrecht de aandeelhouder is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen ligt in zekere zin in het verlengde van de overweging in *Baus/De Koedoe I* dat aandeelhouders in beginsel vrijelijk mogen beslissen wie zij als directeur benoemen.

108. HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 m.nt. PhANH (*Doetinchemse IJzergieterij*).

IJzergieterij vertegenwoordigd. De RvC maakte van zijn emissiebevoegdheid gebruik, en wel zodanig, dat Missets meerderheidspakket verwaterde tot een minderheidsbelang.¹⁰⁹ Misset vorderde vernietiging van het emissiebesluit. De emissiebevoegdheid van de commissarissen liet volgens haar onverlet dat het besluit buiten medeweten van Misset was genomen en onder de gegeven omstandigheid de grenzen van de bevoegdheid van de commissarissen te buiten ging wegens strijd met de aard van de statuten, de billijkheid en de goede trouw. Zij vond gehoor bij het hof dat voorop stelde dat de commissarissen zich bij de uitvoering van hun taak te goeder trouw mede hebben te richten naar het belang van de individuele aandeelhouders. Het belang van individuele aandeelhouders bij een voorkeursrecht woog het hof af tegen het algemene belang van de NV. De commissarissen hadden aangevoerd dat de uitgifte noodzakelijk was en dat vrees bestond dat Misset haar privébelangen zou laten prevaleren boven die van de NV. Misset trok bij het hof echter aan het langste eind: het belang van de NV zou volgens het hof slechts prevaleren, wanneer de reden zeer ernstig en dringend was, terwijl een alternatief ontbrak.

In cassatie betoogden de commissarissen onder andere dat zij bevoegd waren tot emissie te besluiten, dat zij geen partij waren bij de ‘vennootschappelijke overeenkomst’ en dat zij zich daarom slechts hadden te richten naar het belang van de NV en niet naar dat van individuele aandeelhouders – gesteld dat zij deze belangen konden kennen. Het hof zou bovendien uit het oog hebben verloren dat de aandelen werden uitgegeven tegen een koers van 125%, zodat de zittende aandeelhouders niet benadeeld werden voor zover een hogere koers dan 100% overeengekomen was. De verplichting om rekening te houden met de belangen van individuele aandeelhouders zoals het hof had aangenomen vond bovendien geen grondslag in de wet. En gesteld dat deze verplichting bestond, dan had het hof moeten volstaan met een meer marginale toetsing van het gedrag van de commissarissen.

De Hoge Raad casseerde. Hij stelde daartoe voorop dat de agiostorting ertoe strekte te voorkomen dat het belang van de zittende aandeelhouders in financieel opzicht verwaterd, terwijl de zittende aandeelhouders zullen meeprofiten van de storting op de nieuwe aandelen. De Hoge Raad herinnerde Misset eraan dat het recht voor de waakzamen is geschreven: terwijl de wetgever bij de herziening van 1929 bewust had afgezien van een wettelijk voorkeursrecht, had Misset zelf kunnen bewerkstelligen dat een voorkeursrecht in de statuten was opgenomen. De Hoge Raad verwierp daarom de stelling van Misset dat de commissarissen hadden gehandeld in strijd met de aard van de vennootschaps-overeenkomst, de billijkheid en goede trouw. Ook Missets stelling dat de commissarissen niet mochten ingaan tegen het belang van de meerderheids-aandeelhouder werd verworpen: commissarissen hebben zich te richten naar het belang van de vennootschap en moeten dit belang doen overwegen, indien dit

109. De wet kende destijds nog geen wettelijk voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen.

naar hun oordeel in botsing komt met de belangen van welke aandeelhouder ook.

Over dit arrest valt veel te zeggen.¹¹⁰ In het oog springt de prominente rol van het vennootschappelijk belang. Het arrest heeft school gemaakt voor wat betreft de taakopdracht aan commissarissen om zich te richten naar het vennootschappelijk belang als te onderscheiden grootheid van verschillende deelbelangen. Dat ligt anders voor wat betreft de digitale benadering, erop neerkomend dat het vennootschapsbelang voorrang verdient boven dat ‘van welken aandeelhouder ook.’¹¹¹ Al in *Scholten's Aardappelmeelfabrieken* getuigt de Hoge Raad van een genuanceerde benadering.¹¹² Evenals in de *Doetinchemse IJzergieterij* ging het in *Scholten* om een emissie die beoogde macht van een grootaandeelhouder te breken. In cassatie oordeelde de Hoge Raad dat de machtiging tot emissie op zichzelf niet onrechtmatig was jegens de grootaandeelhouder maar in verband met bijkomende omstandigheden een onrechtmatige daad kon opleveren. In dit oordeel ligt m.i. besloten dat commissarissen wel degelijk het vennootschapsbelang moeten afwegen tegen deelbelangen van, in dit geval, een grootaandeelhouder.

Vergelijkt men *Doetinchemse IJzergieterij* (1949) met *Zeeuwse Kunstmestfabriek* (1926), *Aardappelmeelfabriek 'Westerwolde'* (1929) en *Scholten's Aardappelmeelfabriek* (1963) dan stemmen deze arresten in zoverre overeen dat telkens centraal staat de afweging tussen het belang van een individueel lid, althans aandeelhouder, en het belang van de rechtspersoon. Opvallend is dat de Hoge Raad geleidelijk steeds meer waarde hecht aan het collectieve belang, zulks ten koste van de rechten van individuele leden/aandeelhouders. De *Zeeuwse Kunstmestfabriek* wordt gekenmerkt door een genuanceerde afweging, waarbij elementen van subsidiariteit en evenredigheid zijn te herkennen. In *Aardappelmeelfabriek 'Westerwolde'* staat het belang van het collectief voorop, maar wordt de mogelijkheid opengelaten dat de uitvoering van het besluit de evenredigheidstoets niet doorstaat. In *Doetinchemse IJzergieterij* verkiest de Hoge Raad daarentegen een ongenuanceerde, digitale oplossing: voor het collectieve belang moeten alle deelbelangen wijken en is er geen ruimte voor

110. Voor wat betreft de uitkomst *in concreto*: de commissarissen beriepen zich weliswaar op het belang van de vennootschap, maar dat belang stemde verdacht veel overeen met dat van henzelf: bijna de helft van de aandelen werd aan henzelf uitgegeven (hierover Honée 1996, 9–10). Voor wat betreft de intensiteit van toetsing – stringent door het hof en marginaal door de Hoge Raad – valt voor beider benadering wat te zeggen en wat af te dingen. In zijn algemeenheid is de beleidsvrijheid van de commissaris een groot goed, zoals recentelijk benadrukt in HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*). Maar juist in dit concrete geval, waarin sprake is van tegenstrijdig belang bij de commissarissen, valt de meer stringente toetsing door het hof goed te rechtvaardigen.

111. In vergelijkbare zin Maeijer 1964, 148 e.v.

112. HR 4 januari 1963, *NJ* 1964, 434 (*Scholten's Aardappelmeelfabrieken*).

afweging van belangen.¹¹³ Wellicht moet de nadruk op het collectieve belang worden begrepen tegen de achtergrond van de tijdsgeest: *Doetinchemse IJzergieterij* werd gewezen in een periode van wederopbouw waarin telkens weer het gemeenschapsbelang prevaleerde boven het individuele belang. Misschien kan het verschil in benadering ook worden verklaard uit een bijzonder gewicht dat de Hoge Raad toekende aan de extra verplichtingen die in de coöperatieve arresten aan de leden werden opgelegd. In *Scholten's Aardappelmeelfabriek* lijkt de Hoge Raad weer terug te keren naar de genuanceerde benadering die ook te vinden is in *Zeeuwse Kunstmestfabriek* en de *Aardappelmeelfabriek 'Westerwolde'*.

Tot slot is opvallend dat de prominente rol voor het vennootschapsbelang in de *Doetinchemse IJzergieterij* nog steeds onverlet laat dat de Hoge Raad zijn oordeel grondt op de contractuele opvatting: de Hoge Raad overweegt dat de commissarissen bevoegd zijn de 'plaatsing der aandelen te bewerkstellingen op de wijze als zij in het belang der vennootschap geraden oordelen, en een dergelijke bepaling ingevolge art. 1374 BW partijen tot wet strekt.' Weliswaar mag hierbij worden aangetekend dat beide partijen, evenals het hof, uitgingen van de contractuele opvatting, maar dat laat onverlet dat de Hoge Raad, waar hij het vennootschapsbelang zo prominent in de schijnwerpers plaatste, ook had kunnen afzien van de verwijzing naar art. 1374 BW. Andermaal zij benadrukt dat de doorslaggevende betekenis voor het collectieve belang dat van de deelbelangen wordt onderscheiden, op gespannen voet staat met de contractuele leer.

In het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest nam de Hoge Raad geen afscheid van de contractuele leer, maar het arrest vormt wel een belangrijk moment in het proces dat daartoe heeft geleid. Na de oorlog deed zich een ontwikkeling buiten het vennootschapsrecht voor die een geruisloos afscheid mogelijk maakte: de Hoge Raad beperkte de werking van de goede trouw niet langer tot het verbintenissenrecht. De goede trouw ging ook rechtsverhoudingen buiten het verbintenissenrecht beheersen, zoals in een nalatenschap, in een ontbonden huwelijksgemeenschap en in precontractuele verhoudingen; telkens bestond hiervoor geen expliciete wettelijke basis.¹¹⁴ Nadat de meeste schrijvers zich hadden afgekeerd van de contractuele leer en ook het Ontwerp Boek 2 BW was gestoeld op een institutionele rechtspersoonlijksleer, kon de Hoge Raad daarom in 1964 in het *Mante*-arrest de laatste draad doorknippen (nr. 155).

152 Institutionele leer in de literatuur. In deze studie is op verschillende plaatsen gebleken dat de contractuele wortels van de NV weliswaar het diepste gaan, maar dat de NV van oudsher ook institutionele wortels kent die

113. Eveneens kritisch in dit opzicht Maeijer 1964, 149.

114. HR 20 december 1946, *NJ* 1947 m.nt. EMM (*Erven Kessels*), 59, HR 9 mei 1952, *NJ* 1953, 563 m.nt. PhANH (*Huurgenot*) en HR 15 november 1957, *NJ* 1958, 67 m.nt. LEHR (*Baris/Riezenkamp*). Hierover Asser/Scholten & Van der Grinten 1-II (1959), 122 e.v.; 164 e.v.

vallen te herleiden tot de *universitas*.¹¹⁵ Het is niet verwonderlijk dat institutionele, corporatieve elementen meer op de voorgrond treden naarmate de NV en haar onderneming groeien; dan bestaat meer behoefte aan eenheid teneinde slagvaardig te kunnen optreden. De opkomst van de institutionele vennootschapsleer valt dan ook in zoverre te beschouwen als dogmatisch antwoord op de groei van vennootschappen en hun onderneming vanaf het einde van de 19^e eeuw.

Een ontwikkeling die min of meer parallel liep met de opkomst van grote open NV's was de opkomst van de besloten NV vanaf het einde van de 19^e eeuw. Het institutionele kleed paste minder goed op dit type NV, zo werd ook erkend door een schrijver als Van Nispen tot Sevenaer, pleitbezorger van de institutionele gedachte. De 'opklimming van de contractsgedachte naar de corporatieve idee' verloopt volgens hem langs een glijdende schaal: van maatschap en handeling voor gemene rekening naar VoF, vervolgens van besloten of familie-NV via coöperatie naar open NV en uiteindelijk het zedelijk lichaam.¹¹⁶

In dezelfde periode woedde een levendige discussie over het karakter van de rechtspersoon. Deze discussie kan hier zo veel mogelijk terzijde blijven, maar een aspect heeft toch relevantie voor de ontwikkeling van een contractuele naar een institutionele vennootschapsleer. Het betreft de wijze waarop privaatrechtelijke rechtspersonen werden gecategoriseerd. Doorgaans werden privaatrechtelijke rechtspersonen ingedeeld in twee archetypen: de stichting en de vereniging. Onder vereniging werd dan niet slechts de vereniging in de huidige betekenis verstaan, maar tevens de andere rechtspersonen die uit de *universitas* waren voortgekomen, zoals het zedelijk lichaam, de onderlinge en de coöperatie.¹¹⁷ De NV werd in deze tweedeling onder de tweede groep geschaard, het eigen karakter van kleine NV's ten spijt. Als gevolg hiervan raakte het contractuele karakter op de achtergrond en werden institutionele, corporatieve elementen benadrukt. Scholten:

'Men heeft [tegen de objectiefrechtelijke leer] aangevoerd, dat hierin moeilijk het kenmerkende der statuten kan worden gezien, daar volgens art. 1374 B.W. iedere overeenkomst partijen tot wet strekt (...). Natuurlijk is dit juist, doch dit neemt niet weg, dat er tussen de gebondenheid aan een koopcontract en aan de wet een principieel verschil bestaat. De terminologie

115. Denk aan het Octrooi van de VOC (nr. 48), de uitsluiting van aansprakelijkheid van de bewindhebbers (nr. 49), de Engelse invloed van de *corporation* op de opvattingen van de doleanten (nr. 58) en, een eeuw later, op de aandeelhoudersvergadering van de vennootschappen van 1720 (nr. 82). Verder de telkens opduikende analogie van de staat en haar burgers (nr. 92 en 105), de invloed van de Duitse corporatieve leer (nr. 111 e.v.) en de discussie over het meerderheidsbeginsel (nr. 121).

116. Van Nispen tot Sevenaer 1927–1928, 262. Vgl. voorts Asser/Scholten 1 (1940), 82.

117. Zie bijv. Meijers 1958, 261 e.v.; Asser/Scholten 1 (1940), 69 e.v.; Verder Van der Heijden 1936, nr. 42 en 43 en Van der Heijden 1938. Vgl. voorts § 5.2.2 hierboven.

van art. 1374 zou hier tot misverstand kunnen leiden. Dit artikel zegt niet anders dan dat de overeenkomst partijen *rechtens bindt*. Als we echter zeggen, dat de statuten voor de vereniging zijn objectief recht als de wet, bedoelen we daarmee, dat zij niet als een overeenkomst alleen rechten en verplichtingen in het leven roept tussen hen, die haar vaststellen, maar dat zij voor een zekere kring de rechtsregels aangeven, welke de gemeenschap zelve, die gevormd wordt, zal volgen tegenover leden en derden en die dus ook ieder, die tot de gemeenschap toetreedt, binden. Zij zijn abstract recht, een obligatoire overeenkomst schept alleen concrete rechtsverhoudingen. De verhouding lid-vereniging vertoont voortdurende analogie met die van de Staat en zijn onderdanen.¹¹⁸

In de recente literatuur is wel betoogd dat pas door Scholten en Meijers het inzicht is gerijpt dat een vereniging niet stoelt op een contractuele, maar op een institutionele basis.¹¹⁹ Meer in het algemeen is wel betoogd dat het verenigingsrecht jong recht zou zijn en onbekend zou zijn in het oud vaderlandse recht. Daarmee wordt miskend dat Scholten en Meijers met hun institutionele leer juist teruggrepen op het oud-vaderlandse verenigingsrecht dat teruggaat tot de Middeleeuwse gilden en dat is ontwikkeld op basis van de *universitas*. Doordat de *universitas* uit het collectieve geheugen is verdwenen, is uit het oog verloren hoezeer Scholten voortbouwt op bijvoorbeeld Thorbecke een eeuw eerder (nr. 114).

Intussen had de institutionele leer belangrijke consequenties voor het geldende recht. Wanneer de interne verenigingsregels worden gekenschetst als objectief recht, wordt een afstand gecreëerd tussen de vereniging enerzijds en haar leden anderzijds. Vanzelfsprekend bestond deze afstand reeds als gevolg van de interne rechtspersoonlijkheid van de NV. Deze had immers tot gevolg dat aandeelhouders in *vermogensrechtelijk* opzicht als derden staan ten opzichte van de NV. De contractuele opvatting aanvaardde dit kenmerk van de rechtspersoonlijkheid ten volle. In *organisatierechtelijk* opzicht werd deze scheiding in de contractuele opvatting minder scherp gemaakt; uitgaande van besloten verhoudingen is dit ook niet bezwaarlijk. Scholtens objectiefrechtelijke leer bewerkstelligde een grotere afstand tussen NV en aandeelhouders ook in organisatierechtelijk opzicht.¹²⁰ Niet langer golden aandeelhouders als partij bij een overeenkomst die in de statuten besloten lag en vormden zij als zodanig het hart van de NV, zij stonden voortaan in een lidmaatschapsverhouding *tot* de

118. Asser/Scholten 1 (1940), 135. Zie ook reeds Asser/Scholten 1 (1929), 602 en (nog minder uitgewerkt): Asser/Scholten 1 (1923), 671 e.v.

119. Asser/Rensen 2-III* (2012), nr. 1; In gelijke zin overigens de voorganger van dit werk: Asser/Van der Grinten & Maeijer 2-II (1997), nr. 231.

120. Bij dit algemene onderscheid tussen de vermogensrechtelijke en organisatierechtelijke verhoudingen tussen NV en aandeelhouders past overigens de nuancering dat niet altijd mogelijk is volledig te onderscheiden tussen beide aspecten. Dikwijls zijn de

NV.¹²¹ Krachtens deze lidmaatschapsverhouding golden voor de leden de rechten en verplichtingen die de vennootschapsorde aan de leden toekent. Het praktische verschil behoeft niet, maar kan wel groot zijn, omdat de positie van de leden voortaan afhankelijk is van hetgeen de vennootschapsorde hun toekent. Dit laat echter onverlet dat Scholtens objectiefrechtelijke leer in de eerste plaats was toegesneden op de grote NV; de ‘voortdurende analogie met die van staat en onderdanen’ paste minder bij besloten verhoudingen. Het is in zoverre een gemiste kans dat de wetgever van 1928 de verschillen tussen open en besloten NV’s niet met een onderscheiden wettelijke regeling heeft willen erkennen. Had hij hiervoor wel gekozen, dan was het mogelijk geweest om, evenals in Duitsland, de objectiefrechtelijke leer toe te spitsen op de open NV, terwijl meer contractuele elementen bij de besloten NV hadden kunnen worden gehandhaafd.

Wat hiervan verder zij, een van de gevolgen van de objectiefrechtelijke leer was dat het mogelijk werd te onderscheiden tussen het ‘vennootschapsbelang en het bijzonder vennootenbelang.’¹²² Van Nispen:

‘Niet het vennootschaps-belang op zich, doch beschouwd als middel om de opzet der leden te bereiken, moet de richtsnoer zijn bij de beantwoording der vraag of het belang der vennooten voor het vennootschaps-belang heeft te wijken, en een statutenwijziging mag tegenhouden. Dit vennootschaps-belang is met het algemeen belang der vereenigings-leden als zoodanig gelijk te stellen. Wil een statuten-wijziging (...) geoorloofd zijn, wil in dat geval de meerderheid de minderheid kunnen binden, dan zal het besluit der algemeene vergadering in dier voege aan het bestaan der corporatie dienstbaar moeten wezen, dat daardoor de corporatie het beste en het zekerst in staat wordt gesteld, het door hare leden beoogde doel na te streven, het behalen van stoffelijk voordeel. (...) Hieruit volgt, dat wij niet het belang der meerderheid van aandeelhouders aan het vennootschapsbelang willen substitueeren en dus allermint het meerderheidsbelang via het vennootschapsbelang, tot belang aller vennooten wenschen gemaakt te zien. Dat wij niet alles, wat de meerderheid wenscht, als werkelijk belang der vennootschap, dit is van de vennooten, beschouwen. En het recht der minderheid wordt aldus het beste beschermd door niet wat de meerderheid het vennootschapsbelang heet, als

vermogensrechtelijke verhoudingen tussen NV en aandeelhouder mede afhankelijk van processen die zich op het organisatierechtelijke vlak hebben voorgedaan. Zo geldt een aandeelhouder als crediteur van de NV voor wat betreft een nog niet uitbetaald dividend. Zijn vorderingsrecht is evenwel afhankelijk van een besluit daartoe.

121. Vgl. Meijers 1958, 268; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme IIa (2013), nr. 50 en 160; Huizink 2011, 96.

122. Van Nispen tot Sevenaer 1928.

zoodanig te aanvaarden, maar door slechts als zoodanig aan te nemen, wat aller belang is, namelijk het algemeen vennootschaps-belang.¹²³

Enkele jaren later onderbouwde Van Nispen de corporatieve objectiefrechtelijke leer en de daaruit voortspruitende verzelfstandiging van het vennootschapsbelang op basis van de Franse institutionele leer (nr. 144).¹²⁴ Van Nispen vereenzelvigde het belang van de rechtspersoon met de gemeenschappelijke *idée* die ten grondslag ligt aan de *institution* en die wordt geabstraheerd van de afzonderlijke deelbelangen. In een centrale *idée* verschilde de corporatie volgens hem principieel van het contract. Bij een gewone overeenkomst, zo betoogde Van Nispen in navolging van Van der Heijden, beogen partijen ‘objectief hetzelfde, doch in haar gemeenschappelijken wilsinhoud liggen doel en middel bij elk van haar op een andere plaats.’¹²⁵ Bij een corporatie komen daarentegen de belangentegenstellingen tot rust in de gezamenlijke toestemming van de oprichters tot het verenigen. Het gemeenschappelijke doel is een zelfstandige grootheid, gericht op het gemeenschappelijk belang van de verenigde personen, aldus Van Nispen.¹²⁶

Ik meen dat Van Nispen de samenbindende *idée* te zeer op een voetstuk plaatste ten koste van individuele deelbelangen;¹²⁷ bovendien verbond hij onvoldoende consequenties aan de door hemzelfesignaleerde glijdende schaal van contract naar instituut. Positiever valt de waardering uit vanuit het perspectief van de open NV. Zijn betoog is van betekenis geweest voor de erkenning dat de NV wordt beheerst door een eigen vennootschapsorde. Bovendien zag hij scherp dat deze erkenning reeds besloten lag in de arresten

123. Van Nispen tot Sevenaer 1928, 194. Vgl. Van der Grinten 1952b, 355: ‘[O]njuist lijkt mij het belang der vennootschap te vereenzelvigen met het belang van de grootste aandeelhouders of de meerderheid van aandeelhouders. De belangen van de gezamenlijke aandeelhouders, of wil men het gemene belang der aandeelhouders, is bepalend. De gestes van de n.v. mogen er niet op gericht zijn de ene aandeelhouder boven de andere te bevoordelen.’

124. Van Nispen tot Sevenaer 1936, 60 e.v., 72 e.v.; 96 e.v.; Van Nispen tot Sevenaer 1935, 325. Het artikel heeft overigens een bredere strekking: Van Nispen betoogt dat het individualisme in zijn algemeenheid op zijn retour is ten gunste van het belang van de gemeenschap. Deze gedachte wordt op alle mogelijke niveaus doorgetrokken, variërend van het huwelijk tot het vennootschapsrecht.

125. Van Nispen tot Sevenaer 1936, 101.

126. Van Nispen tot Sevenaer 1936, 63 e.v. Ik meen dat Van Nispen het verschil tussen contract en corporatie te scherp aanzet en miskent dat het onderscheid tussen beide vloeiend verloopt: zo tonen bijvoorbeeld *joint ventures* aan dat het contractuele element binnen BV’s of NV’s kan overheersen.

127. Van Nispen tot Sevenaer 1936, 107 betoogt zelfs dat ‘eenmaal de corporatie gesticht, er geen plaats meer is voor persoonlijk belang.’ Bescherming van minderheidsaandeelhouders gaat op in misbruik van recht door de meerderheid: óf het belang van de meerderheid stemt overeen met het gemeenschappelijk belang, óf de meerderheid maakt zich schuldig aan misbruik van recht.

inzake de *Zeeuwse kunstmestfabriek en Aardappelmeelfabriek 'Westerwolde'* (nr. 151).¹²⁸

Voor de oorlog waren de hierboven samengevatte opvattingen nog niet de heersende.¹²⁹ Na de oorlog, en na de *Doetinchemse IJzergieterij* (1949) veranderde het beeld.¹³⁰ Aanvankelijk volgde Van der Grinten, die de bewerking van het Handboek had voortgezet, de contractuele leer, verdedigd door zijn leermeester. In de 6^e druk (1955) plaatste hij echter vraagtekens bij de volgens hem nog heersende contractuele leer.¹³¹ Hetzelfde jaar betoogde hij, vermoedelijk mede onder invloed op het Ontwerp Meijers voor een nieuw BW, dat het kader van het overeenkomstenrecht niet voor de rechtspersoon past.¹³² Wordt de personenvennootschap gedurende haar gehele bestaan beheerst door een overeenkomst, tussen de leden van de NV bestaan slechts lidmaatschapsverhoudingen, zo parafraseert Van der Grinten met kennelijke instemming de Toelichting Meijers.¹³³ In 1959 bekende Löwensteyn zich tot dezelfde opvatting, kort nadien gevolgd door Sanders.¹³⁴ Men mag stellen dat rond deze tijd de heersende leer afscheid nam van de contractuele opvatting.

153 Institutionele leer in het Nieuw BW. Zojuist bleek al dat de nieuwe leer verband houdt met de opzet van het Nieuw BW waarin ook het oude handelsrecht een plaats moest krijgen.¹³⁵ Meijers had in zijn Algemene Begrippen privaatrechtelijke rechtspersonen verdeeld in corporaties en stichtingen en de NV tot de eerste categorie gerekend.¹³⁶ In de opzet van Boek 2 komt deze indeling *grosso modo* terug met het voorstel om de wettelijke regeling van de NV te verplaatsen van het WvK naar het BW. Hoewel het ontwerp Boek 2 BW maar weinig wijzigingen voor de NV bevatte, was de

128. Van Nispen tot Sevenaer 1935, 327.

129. Zie bijv. Van der Heijden 1936, nr. 42 en Scheltema 1926. Vgl. voorts Westrate 1931 die weliswaar principiële kritiek op de contractuele opvatting uit, maar die, ondanks zijn voorkeur voor de objectiefrechtelijke leer, deze laatste toch niet kan aanvaarden bij gebreke aan een wettelijke grondslag.

130. Zie bijv. Zeylemaker 1945–1946, 617 e.v.

131. Van der Heijden/Van der Grinten 1955, nr. 42 wijst op het bestaan van eenpersoons-NV's, terwijl hij verder betoogt dat het argument tégen het verlaten van de contractuele leer, nl. het ontbreken van een wettelijke basis voor de werking van redelijkheid en billijkheid, door enkele naoorlogse arresten aan kracht heeft ingeboet. Zie daarover het slot van nr. 151.

132. Van der Grinten 1955b, 104.

133. Van der Grinten 1955b, 123; Parl. Gesch. (Algemeen deel), 133. Vgl. voorts Asser/Scholten & Van der Grinten I-II (1959), 119 e.v.; 163 e.v. waarin Van der Grinten de door Asser/Scholten I (1940) en Asser/Scholten & Bregstein I-II (1953) verdedigde objectiefrechtelijke leer verdedigt. In zijn Nijmeegse intreerede over de collectivering van het privaatrecht (1957) scheert Van der Grinten rakelings langs het onderwerp.

134. Löwensteyn 1959, 13 e.v. en Sanders in *NV* 41 (1963), 58.

135. Over de integratie van het handelsrecht in het civiele recht: Klomp 1998.

136. Meijers 1958, 261; 264.

overplaatsing naar het BW niet zonder betekenis, omdat de institutionele leer onomwonden aan Boek 2 BW ten grondslag werd gelegd.¹³⁷

Meijers' keuze heeft weliswaar invloed gehad op de zich wijzigende opvattingen over de NV, maar is niet zonder kritiek gebleven. Zo heeft Raaijmakers uiteengezet dat de institutionele leer en de zwaar opgetuigde titel 2.1 BW niet goed passen bij talloze besloten vennootschappen met een meer contractueel karakter.¹³⁸ Daarbij moet overigens worden bedacht dat in de jaren '50 nog geen concrete plannen bestonden voor een aparte rechtsvorm voor besloten kapitaalvennootschappen, terwijl de institutionele leer mede een antwoord beoogde te geven op problemen bij besloten NV's; denk aan de in nr. 146 genoemde kwesties over de éénpersoons-NV en het karakter van de oprichtingshandeling.

Een ander kritiekpunt was dat Boek 2 BW weliswaar een algemene regeling voor de rechtspersoon beoogde te geven, maar niet alle rechtspersonen behandelde. Het ging hier bijvoorbeeld om de vennootschap (VoF), aan wie in Meijers' ontwerp rechtspersoonlijkheid werd toegekend maar die in Boek 7 was geregeld, de vereniging van eigenaren, alsmede verschillende bedrijfsverenigingen en pensioenfondsen.¹³⁹ Meer toegespitst op het vennootschapsrecht werden twijfels geuit op doorsnijden van de historische banden tussen de NV enerzijds en andere maatschaps- en vennootschapsvormen anderzijds. Tegelijk beseften schrijvers, vaak onder de indruk van Meijers' werk, dat een 'min of meer systeem' het hoogst haalbare was.¹⁴⁰ Van der Grinten: 'Men kan dit een inbreuk op de systematiek noemen, doch bedacht moet worden, dat de systematiek van het geheel niet vanuit één centraal punt wordt bepaald, doch verschillende uitgangspunten heeft. Hierdoor komt men tot lijnen, die elkander kruisen. Een keuze moet worden gedaan en de keuze van het ontwerp lijkt mij verantwoord.' Ook in de Tweede Kamer was deze kritiek te horen, maar overheerste uiteindelijk instemming met de gemaakte keuze.¹⁴¹

Meer dan tien jaar later kwam deze kritiek in een nieuwe toonaard terug: moest aan de vervlechting van het vennootschaps- en ondernemingsrecht niet

137. Parl. Gesch. (Algemeen deel), 133.

138. Raaijmakers 1987. Het gaat hier niet alleen om een academische kwestie, zo blijkt o.a. uit HR 10 november 2007, *NJ* 2007, 561 m.nt. HJS, *Bb* 2007, 21 (*Groenselect*) m.nt. van mijn hand en HR 26 oktober 2010, *NJ* 2011, 55 m.nt. PvS (*Silver Lining*), waarin de Hoge Raad, gelet op de *erga omnes*-werking van besluiten, niet heeft willen toestaan dat besluiten van een BV worden vernietigd door arbiters. Instructief in dit verband is de Duitse benadering met een corporatief georganiseerde AG en een meer contractuele GmbH. Waar de Duitse wetgever aan besluiten van een AG *erga omnes*-werking heeft toegekend, heeft hij deze kwestie met betrekking tot besluiten van een GmbH aan de rechter willen overlaten. Het *Bundesgerichtshof* heeft deze handschoen opgenomen en binnen grenzen toegestaan dat besluiten van GmbH's in een arbitrageprocedure worden vernietigd. Hierover nader de conclusie van AG Timmerman vóór *Silver Lining*, sub 3.20.

139. Van der Grinten 1955b, 105. Voorts Van der Grinten 1956, 4 e.v.

140. De Gaay Fortman 1954, 102.

141. Parl. Gesch. Boek 2, 6 e.v.; 21 e.v. Vgl. hierover ook Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 2.

de consequentie worden verbonden dat het ondernemingsrecht als één geheel in het BW werd behandeld?¹⁴² Inmiddels was het werk aan het Nieuw BW zo ver gevorderd dat padafhankelijkheid aan heroverweging van systematische keuzes in de weg stond.

154 Het vennootschapsbelang. In de vorige nummers bleek reeds dat de opkomst van de institutionele leer nauw samenhangt met de ontwikkeling van het vennootschapsbelang als belang dat werd geabstraheerd van de concrete belangen van de (meerderheid in de) AVA. Uit *De Koedoe I* volgt dat het vennootschapsbelang bij misbruik van meerderheidsmacht overeen kan komen met de belangen van minderheidsaandeelhouders (nr. 151). In *Doetinchemse IJzergieterij* ontbreekt de expliciete relatie met misbruik van meerderheidsmacht en blijkt dat het vennootschapsbelang in strijd kan komen met ‘de belangen van welken aandeelhouder ook.’ Ook in andere dan misbruikgevallen lijkt het vennootschapsbelang te kunnen afwijken van de meerderheidsopvatting in de AVA.

Daarmee is nog niet beantwoord wat nu wél onder het vennootschapsbelang moet worden verstaan. Meijers rekende daartoe in ieder geval het belang van enige stabiliteit.¹⁴³ De stabiliteitsgedachte komt in afgezwakte vorm ook terug bij Löwensteyn. Hoewel hij weinig betekenis hechtte aan een verzelfstandigd belang van de NV, dat in zijn opvatting overeenkwam met het ‘eigenlijke doel’ om winst te behalen teneinde deze onder de aandeelhouders te verdelen, was Löwensteyn bereid om hieronder mede de belangen van toekomstige aandeelhouders te begrijpen.¹⁴⁴ Volgens A. van Oven bestond er daarentegen een volstrekte identiteit tussen het belang van de NV en het belang van de gezamenlijke aandeelhouders.¹⁴⁵ Hij erkende wel dat dit gezamenlijke belang, gelet op het absenteïsme, niet altijd in de besluitvorming ter vergadering tot uitdrukking komt en zag hij dat ruimte voor correctie bestond, indien de minderheid door een besluit onevenredig was benadeeld. Terughoudend was ook Van der Grinten, wiens opvattingen overigens geleidelijk evolueerden. In 1952 schreef hij nog dat er een volstrekte identiteit bestond tussen het vennootschapsbelang en de belangen van de gezamenlijke aandeelhouders.¹⁴⁶ In zijn Tilburgse intrede had hij een jaar tevoren betoogd dat het bestuur om

142. Sanders 1968; Sanders 1971; Zeylemaker 1972; Van Schilfgaarde 1976; Raaijmakers 1987; Raaijmakers 2010. Daartegen o.a. Van Mourik 1973; Van der Grinten 1976. Vgl. voorts Van Schilfgaarde 1983; Timmerman 2011, 5 e.v.; Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 3.

143. Meijers 1958, 192. Vgl. voorts Meijers 1958, 198 waarin hij het belang van de rechtspersoon relateerde aan de verhandelbaarheid van toonderaandelen, de wisseling van het aandeelhoudersbestand, de interne organisatie, het meerderheidsbeginsel in de AVA en de aanwezigheid van een bestuur. Zie verder Meijers 1958, 183.

144. Löwensteyn 1959, 131, 136, 184.

145. Van Oven 1961, 890 e.v.

146. Van der Grinten 1952b, 343.

redenen van ethische aard op andere belangen acht moet slaan, maar hij zag hier geen taak voor het recht weggelegd.¹⁴⁷ Tien jaar later maakte hij, door te spreken van het belang van de NV en haar aandeelhouders, wel onderscheid tussen beide, al werkte hij dit nog niet uit.¹⁴⁸

Het was Maeijer die in zijn rede van 1964 het vennootschappelijk belang, in het bijzonder dat van open en grote NV's, op een voetstuk plaatste.¹⁴⁹ Deze vennootschappen hadden het rechtspersoonlijkheidsbegrip pas zijn volledige betekenis gegeven.¹⁵⁰ Het autonoom te bepalen vennootschappelijk belang, het belang van de vennootschap bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel, plaatste Maeijer in een institutionele vennootschapsopvatting. Bij open en grote NV's kon er volgens Maeijer een tegenstelling ontstaan tussen het vennootschaps- en het aandeelhoudersbelang. Dit belangenconflict wordt volgens hem gereguleerd door de goede trouw. Deze brengt mee dat de aandeelhouder bij het dienen van zijn eigen belang het belang van de vennootschap (en van mede-aandeelhouders) in het oog moet houden, het zo nodig moet afwegen tegen zijn eigen belang en het desnoods moet ontzien.¹⁵¹ Wel erkende hij dat de rechtspersoonlijkheid van besloten en familie-NV's een 'lager gehalte' of 'lagere intensiteit' had, als gevolg waarvan een conflict met andere belangen zich niet vaak zal voordoen.

147. 'Indien iemand een onderneming drijft, heeft hij niet alleen acht te slaan op zijn individuele belangen, doch ook op de belangen van hen die hij als medewerkers aan de onderneming verbindt en op de belangen van de gemeenschap. De mens is een sociaal wezen, hetgeen niet alleen betekent, dat hij voor zijn bestaan op anderen is aangewezen, doch ook dat al zijn rechten en bevoegdheden als het ware met een sociale hypotheek is belast. De mens behoort als sociaal wezen geen economische activiteit te ontwikkelen, die met de belangen der gemeenschap in strijd is. (...) De eigendom heeft een individueel, doch niet minder een sociaal karakter, terwijl het sociale element mede bepaald wordt door de aard van het voorwerp van eigendom. Het sociale karakter spreekt veel sterker bij de eigendom van een fabriek dan bij de eigendom van persoonlijke gebruiksvoorwerpen. De mens misdoet tegen zijn eigen sociale natuur, en doet derhalve zijn eigen persoon te kort, indien hij deze normen in zijn levenspraktijk miskent. De normen voor een juist maatschappelijk gedrag vinden wij slechts zeer gedeeltelijk in het positief recht. Het positieve recht schiet hier noodzakelijk te kort of beter het schiet niet te kort, want het is niet de taak van het positieve recht, het menselijk handelen geheel te ordenen en te reglementeren. Het ware een volkomen overschatting van het stellige recht te menen, dat sociale rechtvaardigheid en sociale liefde ingekapseld kunnen worden in wettelijke voorschriften. Niet minder is de mens echter tot sociale rechtvaardigheid en naastenliefde gehouden.' (Van der Grinten 1951, 337–338)

148. Van der Heijden/Van der Grinten 1962, nr. 333. Uiteindelijk zou Van der Grinten het vennootschapsbelang definiëren als de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken (Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231).

149. Maeijer 1964, 160.

150. Maeijer 1964, 143.

151. Maeijer 1964, 153 e.v. Mijn opvatting zet ik in nr. 205 e.v. uiteen.

Belangen van werknemers en medezeggenschap speelden bij Maeijer in 1964 nog geen grote rol. Sterker, Maeijer nam uitdrukkelijk stelling tegen de opvatting dat het belang van de vennootschap het gezamenlijk belang van eigenaren, directie en personeel omvat, omdat daarmee het belang van de onderneming zou worden verward met dat van de vennootschap.¹⁵² De vervlechting van vennootschap en onderneming, en de consequenties voor de inhoud van het vennootschappelijk belang, waren bij Maeijer in 1964 nog niet aan de orde; de consequenties van de rechtspersoonlijkheid voor de vennootschap stonden nog voorop (over de latere opvattingen van Maeijer: nr. 165).

155 Mante-arrest. Het sluitstuk in de aanvaarding van de institutionele vennootschapsleer vormt het *Mante*-arrest, een half jaar na Maeijers rede gewezen.¹⁵³ Het hof had volgens de Hoge Raad *het recht* niet geschonden door te oordelen dat de ter AVA aanwezige aandeelhouders hadden gehandeld in strijd met de eisen van redelijkheid en billijkheid die zij jegens hun medeaandeelhouders in acht hadden te nemen, en dat daarom het besluit tot statutenwijziging deze medeaandeelhouders niet bond.¹⁵⁴ In de overweging dat het recht niet was geschonden, en niet de wet (art. 1374 lid 3 BW, op grond waarvan overeenkomsten te goeder trouw ten uitvoer moeten worden gebracht), ligt besloten dat de NV wordt beheerst door een eigen stelsel van rechtsregels, waaronder de redelijkheid en billijkheid. Dit impliceert dat de Hoge Raad afscheid had genomen van de contractuele opvatting en, in lijn met de inmiddels heersende leer, uitgaat van een vennootschapsorde. De corporatieve, objectiefrechtelijke leer die door Scholten in navolging van de Duitse doctrine was verdedigd was te lang en leste ook in Nederland aanvaard.

7.3.3 Conclusie

156 Gevolgen van institutionele vennootschapsleer. De nieuwe leer had verschillende consequenties die hier niet alle zijn behandeld. Het belangrijkste hier relevante gevolg is dat de *de facto* verzwakte positie van aandeelhouders door het recht werd gelegitimeerd. Niet langer een contract tussen aandeelhouders, maar een rechtsorde van eigen aard beheerste de rechtsverhoudingen tussen de vennootschapsactoren. De AVA speelde daarin weliswaar een belangrijke rol, maar zij had niet langer de soevereine positie die bevoegdheden had gedelegeerd aan bestuur en RvC.

152. Maeijer 1964, 144, noot 19.

153. HR 30 oktober 1964, *NJ* 1965, 107 m.nt. GJS, *AAe* 1965, 63 m.nt. G, NV 42 (1964–1965) m.nt. Ma (*Mante*).

154. Eveneens van groot belang is dat de Hoge Raad in *Mante* de redelijkheid en billijkheid uitbreidde tot de totstandkomingsfase van besluiten. Daarmee ging de Hoge Raad verder dan het destijds geldende art. 46a WvK en het destijds voorgestelde art. 2.1.8a BW (voorganger van het huidige art. 2:15 BW).

De positie van het bestuur was in drie opzichten verstevigd ten koste van de AVA. Vooreerst had het bestuur voortaan een eigen taak, rechtstreeks ontleend aan de vennootschapsorde en niet langer aan de AVA. In de tweede plaats was de bestuurstaak niet langer gericht op het belang van de gezamenlijke aandeelhouders, maar op dat van de NV. Liepen deze volgens de heersende leer begin jaren '60 nog weinig uiteen, de basis voor een verdere scheiding was gelegd. Bovendien had het *Forumbank*-arrest de *de facto* uitgebreide bestuursmacht gelegitimeerd, zodat de AVA haar invloed niet zonder statutenwijziging kon uitbreiden.

In essentie gold hetzelfde voor de commissarissen. Hun eigen taak, en daarmee hun zelfstandigheid, ontleenden zij aan de vennootschapsorde; niet langer waren zij de vertegenwoordigers van de aandeelhouders die namens dezen toezicht hielden op het bestuur. Krachtens de vennootschapsorde, zo blijkt uit *Doetinchemse IJzergieterij*, moesten zij zich richten op het vennootschapsbelang, niet op het belang van de aandeelhouders.

Daargelaten dat de eisen van redelijkheid en billijkheid voortaan krachtens het geldende recht mede inhoud gaven aan de vennootschapsorde, de inhoud was ook veranderd. Zoals in nr. 151 is gebleken was dit proces al in gang gezet onder de oude contractuele leer, maar de nieuwe leer had ook nieuwe gevolgen. De geleidelijke verzelfstandiging van het vennootschappelijk belang plaatste de redelijkheid en billijkheid steeds meer in deze nieuwe sleutel, minder in het belang van de gezamenlijke aandeelhouders. De redelijkheid en billijkheid brachten daarom mee dat aandeelhouders, handelend vanuit hun eigen belang, het vennootschapsbelang in hun overwegingen moesten betrekken.¹⁵⁵ Dit alles had tot gevolg dat de positie van de AVA en van individuele aandeelhouders aanmerkelijk werd verzwakt.

Een belangrijk aspect is hiermee nog nauwelijks besproken: de groei van de onderneming had tot gevolg dat bestuurders meer aandacht kregen voor de belangen van werknemers; omgekeerd groeide de druk vanuit de politiek om deze belangen ook in de vennootschappelijke context een plaats te geven. Dit proces speelde zich voor een deel af tegelijk met de aanvaarding van de institutionele vennootschapsleer, maar was nog niet voltooid toen deze leer werd aanvaard. Hierover handelt de volgende paragraaf.

7.4 Institutionalisering van de onderneming

7.4.1 Inleiding

157 Ideologie en compromis. De herziening van het vennootschaps- en ondernemingsrecht in 1971 is het antwoord van de wetgever op de veranderende verhouding tussen vennootschap en onderneming. Toch kan de

155. Maeijer 1964; De Jongh 2011b.

herziening van 1971 hierdoor niet volledig worden verklaard: ook in andere geïndustrialiseerde landen groeiden ondernemingen sterk, terwijl de structuurregeling geen buitenlands equivalent kent. De structuurregeling kan slechts worden begrepen als compromis tussen uiteenlopende ideologische antwoorden op de groei van de onderneming. Alleen al het feit dat partijen met verschillende ideologische achtergronden dit compromis konden sluiten geeft de structuurregeling een Nederlands karakter. Het gegeven dat de structuurwet voortkomt uit de Nederlandse consensus- en overlegcultuur betekent niet dat de scherpe ideologische kantjes van de structuurwet zijn verdwenen. Eerder het tegendeel is het geval.

Deze paragraaf veronderstelt bekendheid met de inhoud van de structuurregeling. Hier wordt onderzocht welke ideologieën aan het compromis ten grondslag liggen en hoe het compromis tot stand kwam.¹⁵⁶ In hoofdzaak waren er drie stromingen te onderscheiden: de sociaal-democratische, de liberale en een stroming die ik met een anachronisme aanduid als de ‘communitaristische’ stroming, omdat de gedachten van hedendaagse communitaristen opvallende verwantschap vertonen met de gemeenschapsidealen van vooral katholieke en protestantse schrijvers in de jaren ’50 en ’60.¹⁵⁷

Na de denkbeelden in de verschillende stromingen te hebben samengevat (§ 7.4.2), onderzoekt § 7.4.3 hoe uiteindelijk het compromis is totstandgekomen. Vervolgens behandelt § 7.4.4 enkele aspecten van de structuurwet en de gevolgen voor de positie van de AVA binnen de NV.

7.4.2 *Ideologie ...*

158 Communitaristische stroming. Al tijdens de parlementaire behandeling van de herziening van 1928 bekritiseerde het Kamerlid Van Schaik (RKSP) het uitgangspunt dat de AVA de hoogste macht binnen de NV uitoefende. Van Schaik verlegde het perspectief naar de onderneming en betoogde dat deze zo moest worden georganiseerd dat de belangen van de drie meest betrokken partijen, leiding, kapitaal en arbeid op een evenwichtige wijze in aanmerking werden genomen.¹⁵⁸ Van Schaik bleek daarmee zijn tijd vooruit. Pas een tiental jaren later zou de Franse institutionele gemeenschapsfilosofie (nr. 144), langzaam wortel schieten en zijn invloed uitoefenen op veel

156. Over de wettelijke regeling, zie Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 29 e.v.; Asser/Maeijer 2-III (2000), nr. 364 e.v.; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 517 e.v. met verdere verwijzingen.

157. Ik duid deze stroming niet aan als christen-democratisch omdat de opvattingen van de christelijke werkgevers en van Van der Grinten (KVP) ook verwantschap tonen met de liberale stroming, al zijn zij onmiskenbaar beïnvloed door de gemeenschapsgedachte (zie bijv. het citaat in nr. 154, nt. 147).

158. Van Schaik (van 1933–1937 minister van justitie en na de oorlog vice-premier in het eerste kabinet Drees) maakte in 1927 al bezwaar tegen het feit ‘dat het [wetsvoorstel] is gebaseerd

confessionele schrijvers. In nr. 152 bleek reeds dat Van Nispen tot Sevenaer in zijn pleidooi voor een institutionele vennootschapsleer mede is geïnspireerd door Hauriou en zijn volgelingen. Vanaf het einde van de jaren '30 geschiedde hetzelfde met betrekking tot de verdeling van zeggenschap binnen de vennootschap en onderneming. Haurious invloed bleek al in het proefschrift over de onderneming in het arbeidsrecht van W.F. de Gaay Fortman (later lid van de commissie-Verdam en als progressief ARP'er minister onder Den Uyl).¹⁵⁹ Enerzijds stond De Gaay een hiërarchische organisatie voor met een sterke positie voor de ondernemer, anderzijds beoogde hij binnen deze hiërarchie recht

op den grondslag als zou de naamlooze vennootschap eigenlijk zijn de zaak van de aandeelhouders. Dit uitgangspunt acht ik verwerpelijk. In 1838 moge dit het geval geweest zijn, en voor die vennootschappen, waarin kapitaal en arbeid nog in één hand zijn verenigd, moge dit waar zijn gebleven, voor vele onzer moderne naamlooze vennootschappen is dit een zuivere fictie. In de meeste vennootschappen treft men drie groepen van belanghebbenden aan, de bestuurders, het personeel en de kapitaalverschaffers. Een goede regeling van het bedrijfswezen, ook ten einde aan derden de noodige waarborgen te verschaffen, moet dus opgetrokken worden op de samenwerking tusschen die drie groepen. In stede daarvan geeft men nu een belangrijke macht, zoo niet de hoofdmacht, aan die groep, welke in dit trio toch eigenlijk niet geroepen is, de eerste viool te spelen. De kapitaalverschaffers mogen onmisbare elementen zijn in het bedrijfsleven, men vergete niet, dat de eigenlijke leiders en bedrijfsvoerders, daarin geholpen door hun ambtenaren en arbeiders, het intellectueel gedeelte, de drijvende kracht vormen. Productie, handel en verkeer mogen zonder beschikking over kapitaal onbestaanbaar zijn, de scheppende en voortbrengende, de drijvende kracht in het productie- en distributieproces is ten slotte toch gelegen in den menschelijken geest. Dat het menschelijk vernuft, de drang tot arbeid, tot schepping, mede wordt geleid door de zucht naar stoffelijk voordeel, doet aan deze stelling niets af.

Het onvolmaakte in het wetsontwerp is, dat met deze waarheid niet voldoende is rekening gehouden. Integendeel, het berust op de verkeerde thesis, dat de aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering de oppermacht moeten hebben in de onderneming, en aan eenige zeggenschap van de medeproducenten, de ambtenaren en arbeiders, is absoluut geen aandacht gewijd.

Dat dit uitgangspunt van het ontwerp op fictie berust, wordt geïllustreerd aan de praktijk. Want terwijl directie en het personeel dagelijks in de onderneming werkzaam zijn, daaraan hun vollen tijd en vlijt besteden, zijn practisch de aandeel- en obligatiehouders personen, wien het bedrijf eigenlijk absoluut niet interesseert. (...) [F]eitelijk [is] de obligatiehouder en aandeelhouder een persoon (...), die zijn geld in de zaak steekt omdat hij er voordeel van verwacht, die zich voor den inwendigen gang van het bedrijf meestal zeer weinig interesseert, die nooit op vergaderingen komt en die alleen van zich doet hooren, als zijn coupon niet of niet op tijd betaald wordt, of zijn dividend wordt verlaagd of gepasseerd.

Is het dan wel juist in gevallen, waar het op aankomt, de groote macht te verleggen naar die anorganische ondeskundige groep? Is het dan wel juist, een regeling te ontwerpen, waarin een aantal meestal ondeskundige en oningewijde aandeelhouders, zich ad hoc organiseren, in eens een groot stuk macht krijgt? Men kan dergelijke bevoegdheden, als het recht tot bijeenroepen van algemeene vergaderingen, enquêterecht, enz evengoed toekennen aan een willekeurig comité van actie. En men make zich vooral geen illusies, dat dit ontwerp de interesse van aandeelhouders in de naamlooze vennootschap zal verhoogen. Dat is uitgesloten.' (TK 1926–1927, 27, 1797–1798)

159. De Gaay Fortman 1936.

te doen aan de belangen van de verschillende betrokkenen. Deze uitgangspunten werkte De Gaay uit in een pleidooi voor medezeggenschap van arbeiders.¹⁶⁰ Overeenkomstig de communitaristische gemeenschapsvisie meende De Gaay dat de ondernemingsraad een orgaan moest zijn van de hele onderneming, waarvan niet alleen arbeiders deel uitmaken, maar ook de ondernemingsleiding.¹⁶¹ In het zoeken naar een synthese tussen de verschillende bij de onderneming betrokken belangen verschilde de communitaristische stroming van de sociaal-democratische. Deze gingen een confrontatie met de factor kapitaal niet uit de weg ging wanneer dit dienstig werd geacht voor de belangen van arbeiders. Bij het communitaristische synthese-denken paste dat de leiding van de onderneming ook lid was van de ondernemingsraad.¹⁶²

De Franse gemeenschapsfilosofie paste zo goed in de corporatistische na-oorlogse tijdgeest waarin werd gestreefd naar gemeenschappelijke wederopbouw, dat men bijna kan spreken van een doorbraakgedachte binnen het vennootschapsrecht. Voor de communitaristen bestond die doorbraak er vooral in dat de onderneming als gemeenschap de plaats innam van vennootschap. Van der Ven:

‘[D]e onderneming moet eerst en vooral worden erkend als een menselijke gemeenschap, veeleer dan als een financieel avontuur. Dit wil zeggen, dat de kapitaalsmassa van haar elitepositie moet worden teruggedrongen ten gunste van de elite [de bedrijfsleiding] zelf, en dat de arbeidsmassa naar voren moet worden geschoven.’¹⁶³

Communitaristen beschouwden de onderneming niet in de eerste plaats als een op winst gerichte organisatie. De onderneming had ook, in de woorden van het CNV, ‘een doel in zichzelf (...), omdat zij een samenwerking van mensen is.’¹⁶⁴ De

160. De Gaay Fortman 1936, 121.

161. De Gaay Fortman 1936, 122.

162. Volgens De Gaay Fortman 1936, 124 zou de OR zich moeten bezighouden met arbeidsvoorwaarden, ontslagrondes en reorganisaties. Deze voorstellen zijn van invloed geweest op de eerste WOR (Stb. 1950, 174), al had de ondernemingsleiding in de OR geen zitting. De WOR zal hier verder terzijde blijven.

163. Van der Ven 1948, 142.

164. Citaat opgenomen in Witteveen e.a. 1962, 132. Hoewel de protestantse en katholieke opvattingen in de praktijk niet ver uiteen lagen, berustten zij op een andere grondslag. Bij de katholieke schrijvers werd de gemeenschapsideologie geplaatst in een thomistisch maatschappijbeeld waarin de maatschappij wordt gezien als een hiërarchisch geordend verband van gemeenschappen. Op basis van de subsidiariteitsgedachte dienen deze gemeenschappen zo veel mogelijk eigen verantwoordelijkheid te dragen en is voor de overheid slechts een taak weggelegd uit het oogpunt van het algemeen belang. Protestantse propageerden de onafhankelijkheid van hun zuil op basis van soevereiniteit in eigen kring.

onderneming als doel in zichzelf komt ook naar voren bij Romme.¹⁶⁵ Vanuit de katholieke corporatistische leer hanteerde Romme een ondernemingsbegrip dat sterk was beïnvloed door de Franse institutionalisten. Hij bepleitte een eigen rechtsvorm voor de onderneming. Het doel van de onderneming stond bij Romme in drie opzichten in het teken van het gemeenschapsidealen. Vooreerst streefde hij een synthese na van de belangen van de leiding, arbeiders en kapitaalverschaffers.¹⁶⁶ Iedere belanghebbende behoorde uit welbegrepen eigenbelang ruimhartig rekening te houden met de belangen van de andere betrokkenen. In de tweede plaats diende de onderneming te streven naar een synthese tussen het ondernemingsbelang en de belangen van externe belanghebbenden: toeleveranciers, andere betrokkenen in de productieketen en consumenten.¹⁶⁷ Ten derde diende de onderneming een synthese na te streven tussen de belangen van de onderneming en van *toekomstige* externe belanghebbenden.¹⁶⁸ Te midden van deze drievoudige synthese vervulde het aandeelhoudersbelang nog nauwelijks een zelfstandige rol. Dit blijkt ook uit de zeggenschapsverdeling die Romme voor ogen had: in zijn nieuwe rechtsvorm introduceerde hij de ondernemingsvergadering, waarin de ondernemingsleiding, de factor kapitaal en arbeid gelijkelijk waren vertegenwoordigd.¹⁶⁹ Deze vergadering zou de ondernemingsleiding benoemen en ontslaan.¹⁷⁰

Hoewel kortom de concrete ideeën van de communitaristen uiteenliepen, hadden zij gemeen dat de zeggenschap van aandeelhouders sterk werd beperkt ten gunste van de positie van werknemers en vooral van de ondernemingsleiding.¹⁷¹ Zo wezen de christelijke werkgevers al in 1950 op de bestaande mogelijkheid om 1/3 van de commissarissen door anderen dan aandeelhouders te laten benoemen (art. 50c WvK). In 1962 stelde het CNV voor dat binnen een nieuw te vormen Raad van Bestuur 1/3 van de stemmen werd uitgebracht door de directie, de door aandeelhouders benoemde commissarissen, resp. de door werknemers benoemde commissarissen.¹⁷² Hoewel de confessionele

165. Romme 1946. Op basis van hetzelfde gedachtegoed had Van Campen 1945 eveneens voorstellen voor de herziening van het ondernemingsrecht. Van Campen 1945 die hier verder terzijde wordt gelaten, had voorstellen gedaan die doen denken aan de Duitse *Mitbestimmungs*-regeling. Voor een kritische bespreking van Van Campen 1945: Haardt 1950, 75 e.v. en 86 e.v.

166. Romme 1946, 31 e.v.

167. Romme 1946, 34 e.v.

168. Romme 1946, 46 e.v.

169. Romme 1946, 91; 211.

170. Waarbij de ondernemingsleiding zelf een raadgevende stem had.

171. Bij Van Campen 1945 en Romme 1946 ging de gemeenschapsidee zelfs zo ver dat ook de bewegingsvrijheid van arbeiders werd beperkt. Volgens hem zouden werknemers niet meer vrijelijk mogen uittreden uit de gemeenschap door ontslag te nemen. Voor kritiek, zie Haardt 1950, 87.

172. Voor een overzicht van enkele andere voorstellen: Verdam 1968, 21; Verdam 1969; Schut 1971.

belangenorganisaties vanzelfsprekend de belangen van hun achterban vooropstelden, valt telkens toch de gemeenschapsgedachte te herkennen, alsmede (voor wat betreft de werknemers) de opvatting dat werknemers niet alleen rechten hebben, maar ook verantwoordelijkheid kunnen dragen en verantwoording moeten afleggen.¹⁷³

159 Sociaal-democratische stroming. Sociaal-democraten vinden hun reden van bestaan in het streven naar emancipatie van de arbeidersklasse en hebben daarom van oudsher aandacht gehad voor de medezeggenschap van werknemers.¹⁷⁴ In 1959 publiceerde een commissie van de Wiardi Beckman Stichting, onder anderen bestaande uit Valkhoff, H. Drion, Sanders, Van der Stoel en Den Uyl, een rapport over de hervorming van de onderneming.¹⁷⁵ Ideeën uit dit rapport zouden later ten grondslag liggen aan de verschillende voorstellen van de PvdA in de discussie over de structuurherziening. Het rapport stelde op twee pijlers. In de eerste plaats hadden de oligarchie en de ‘vrijwillige machtsabdication van aandeelhouders’¹⁷⁶ geleid tot een grote machtsconcentratie bij een kleine groep industriëlen. Deze macht was verder gegroeid door de reserveringspolitiek van de jaren na de oorlog waardoor volgens de commissie grote delen van de economie werden gecontroleerd door een kleine groep personen zonder dat hierop effectief toezicht werd uitgeoefend.¹⁷⁷ De machtsconcentratie werd volgens de schrijvers vergroot, doordat het enquêterecht nauwelijks functioneerde, de (plicht tot) financiële verslaggeving rudimentair was en de RvC onvoldoende effectief en onafhankelijk toezicht hield.¹⁷⁸

De tweede pijler van het rapport was de wens tot verdergaande medezeggenschap van werknemers die volgens het rapport van de Wiardi Beckman Stichting het beste via het vennootschapsrecht kon worden gerealiseerd. De OR was nog onvoldoende geworteld en effectief,¹⁷⁹ terwijl het rapport van de Wiardi Beckman Stichting uitdrukkelijk afstand nam van de oude socialisatiegedachte. Het vennootschapsrecht bleef over als alternatief: het onderscheid

173. Verdam 1969, 138.

174. Invloedrijk was bijvoorbeeld Van den Bergh 1924, het proefschrift van het latere Eerste Kamerlid voor de SDAP, over de medezeggenschap van arbeiders in de particuliere onderneming.

175. Valkhoff e.a. 1959; kritisch besproken door Van der Grinten 1959; A. van Oven 1961 en Witteveen e.a. 1962, 124 e.v.

176. Valkhoff e.a. 1959, 27; 41.

177. Valkhoff e.a. 1959, 19 e.v.

178. Valkhoff e.a. 1959, 38; 45 e.v.; 52 e.v.

179. Valkhoff e.a. 1959, 71 e.v. Niet ondenkbaar is dat de schrijvers tevens vreesden dat een versterking van OR zou leiden tot verzwakking van de positie van vakbonden en de SER.

tussen vennootschap en onderneming vormde geen beletsel om de machtsverhoudingen binnen de onderneming te wijzigen via het vennootschapsrecht:

‘Ons vennootschapsrecht gaat verder dan het stellen van regelen betreffende de onderlinge verhouding van leiding en kapitaalverschaffers. Het geeft in feite een algemene regeling van de machtsverhoudingen binnen het bedrijf. Wanneer nu alleen leiding en aandeelhouders in dit onderdeel van ons recht figureren, dan betekent dit dus dat hun bevoegdheden zich uitstrekken tot belangen die niet uitsluitend de hunne, maar mede die van gemeenschap en werknemers zijn. Maar daarmee vervalt dan ook elke grond om tot een principiële afwijzing van de vertegenwoordiging van deze belangen in de organen van de NV te besluiten.’¹⁸⁰

De sociaal-democraten verstonden overigens wat anders onder ‘gemeenschap’ dan de communitaristen: gemeenschap betekent hier de samenleving als geheel. De sociaal-democraten verwierpen namelijk de gemeenschapsgedachte op het niveau van de onderneming. Sterker: de onderneming was in hun ogen welhaast het tegendeel van een gemeenschap:

‘De zakelijke, in contractuele regels vastgelegde, verhoudingen in de onderneming zijn moeilijk met de gedachte van een gemeenschap overeen te brengen. Het verschijnsel van de groeiende mobiliteit van de arbeiders en de uiterst geringe belangstelling van de aandeelhouders voor de onderneming als zodanig wijzen eveneens in een andere richting. Een werkelijke gemeenschap wordt bovendien gekenmerkt door een grote mate van homogeniteit. Kan men dit in een onderneming met kapitaal, arbeid en leiding als samenstellende factoren verwachten? Wij zijn eerder geneigd ons aan te sluiten bij Oldendorff: *Onpersoonlijk in haar doelstelling, onpersoonlijk in de betrekkingen tot haar groepsleden, (...) staat [de onderneming] aan de uiterste periferie der sociale verhoudingen waar deze de zakelijke dicht benaderen.* De gedachte van de ondernemingsgemeenschap veronderstelt voorts een zekere afsluiting naar buiten toe, en kan dus in uiterste consequentie tot een ‘bedrijfsegoïsme’ leiden, dat zich moeilijk verdraagt met de belangen van de consument en van de volksgemeenschap als geheel.’¹⁸¹

Consequentie van deze opvatting is dat de sociaal-democraten zich verzetten tegen bijvoorbeeld een toezichthoudend ondernemingsorgaan dat mede is samengesteld uit de ondernemingsleiding, aandeelhouders en werknemers,

180. Valkhoff e.a. 1959, 115.

181. Valkhoff e.a. 1959, 83.

zoals bijvoorbeeld door Romme voorgesteld. Daar komt bij dat de sociaal-democraten vreesden dat de goed geïnformeerde ondernemers, als gevolg van de tegengestelde belangen van werknemers en aandeelhouders, dit toezicht-houdende orgaan te zeer naar hun hand zouden kunnen zetten, zodat de ongewenste machtsconcentratie niet werd verminderd.¹⁸² In de verwerping van Rommes voorstellen komt de socialistische antithese-gedachte, de strijd tussen arbeid en kapitaal duidelijk naar voren.

Een ander punt waarop de sociaal-democraten met de communitaristen van opvatting verschilden was de mate waarin aan het algemeen belang betekenis toekwam binnen de onderneming. De katholieke subsidiariteitsleer en de protestantse verantwoordelijkheid in eigen kring verzetten zich tegen grote publieke invloed op de onderneming. Mede op basis van de in nr. 139 en 140 besproken opvattingen van Keynes en Rathenau betoogden de sociaal-democraten daarentegen dat grote ondernemingen zo belangrijke publieke taken vervullen, dat een vorm van publiek toezicht noodzakelijk is.¹⁸³ Zo stelden zij in navolging van medeauteur Sanders voor om een vennootschapskamer, een Nederlandse variant van de SEC, in het leven te roepen die zou worden belast met het toezicht op prospectussen en de jaarrekening van open NV's.¹⁸⁴ Maar ook op het beleidsmatig niveau beoogden samenstellers van het rapport het overheidstoezicht te versterken.

De verschillende lijnen – de behoefte om machtsconcentratie in de ondernemingleiding in te perken, de behoefte aan beter toezicht namens aandeelhouders, meer invloed van werknemers en overheidstoezicht – kwamen samen in het voorstel om de RvC van grote NV's te belasten met een belangrijker toezichthoudende functie en om commissarissen te benoemen door aandeelhouders, de OR en de minister van economische zaken, op basis van een SER-advies.¹⁸⁵ De RvC zou in dit voorstel worden belast met de benoeming en ontslag van bestuurders, de vaststelling van de jaarstukken en de goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten.¹⁸⁶ Deze voorstellen komen kortom dicht in de buurt van de uiteindelijke structuurregeling, met dien verstande dat de benoeming van commissarissen anders is geregeld; daarbij hebben de opstellers van het rapport onder andere geput uit de Duitse *Mitbestimmungs*-regeling. Ook

182. Valkhoff e.a. 1959, 85.

183. Valkhoff e.a. 1959, 26 en 137.

184. Sanders 1952. De opstellers van het rapport grepen voorts terug op Van Schaik die bij ter gelegenheid van de herziening van 1928 had gepleit om bevoegdheden van de AVA over te hevelen naar een publieke Bedrijfs- of Vennootschapskamer die het algemeen belang binnen de onderneming zou bewaken. (TK 1926–1927, 27, 1798)

185. Valkhoff e.a. 1959, 145 e.v.

186. Valkhoff e.a. 1959, 155 e.v.

lijken zij geïnspireerd door een essay van Zeylemaker over verleden, heden en toekomst van de NV.¹⁸⁷

Hoewel gestoeld op andere uitgangspunten waren er op het praktische niveau overeenkomsten tussen de communitaristen en sociaal-democraten. Belangrijk verschil was niettemin dat de sociaal-democraten vanuit hun emancipatiestreven meer hechtten aan directe zeggenschap van werknemers. Omdat de sociaal-democraten de gemeenschapsgedachte op het niveau van de onderneming niet deelden, waren zij minder gericht op een synthese van de verschillende belanghebbenden bij de onderneming. Anders dan communitaristen beoogden sociaal-democraten een vorm van publieke betrokkenheid bij ondernemingen. Dit blijkt onder andere uit hun voorstel voor een vorm van publiek toezicht en om enkele commissarissen van overheidswege te laten benoemen.

160 Liberale stroming. De liberale stroming was wellicht de heersende in de jaren '50, maar verloor in de loop van de jaren '60 aan invloed. Schrijvers als Haardt, Houwing, A. van Oven, de grote minderheid van de commissie-Verdam (onder wie Van der Grinten) en de verschillende werkgeversorganisaties, kunnen tot deze stroming worden gerekend.¹⁸⁸ Liberale schrijvers benadrukten de verschillen tussen vennootschap en onderneming.¹⁸⁹ De verhouding van NV tot onderneming is niet die van vorm tot materie, maar veeleer die van eigenaar tot eigendom, zo betoogde Van der Grinten in zijn Nijmeegse intreerede.¹⁹⁰ Bovendien zijn vennootschap en onderneming niet altijd onlosmakelijk met elkaar verbonden: een onderneming kan immers worden gevoerd als eenmanszaak of VoF, terwijl een houdster-NV geen onderneming behoeft te voeren.¹⁹¹

187. Zeylemaker 1945–1946 vertoont o.a. verwantschap met Brookings, Dodd en Rathenau. Zo neemt Zeylemaker afstand van het primaat van het aandeelhoudersbelang en vergelijkt hij de positie van bestuurders met die van *trustees* (p. 657). Evenals Rathenau benadrukt hij de verzelfstandiging van het publieke belang van de onderneming (p. 653).

Gelet op het disfunctioneren van de AVA wilde hij het toezicht concentreren bij de commissarissen, die eerder doen denken op niet-uitvoerende bestuurders (p. 664). Deze zouden niet alleen worden benoemd door aandeelhouders, maar ook door arbeiders en door de regering (p. 662). De toezichhouders namens de regering kregen in Zeylemakers voorstellen niet alleen een coördinerende taak in een geleide economie, maar dienden tevens de consumentenbelangen te behartigen. Hij was zelfs geporteerd voor de gedachte om regeringsvertegenwoordigers in het algemeen belang uitvoerende taken toe te kennen (p. 657–659).

188. Houwing 1950; Haardt 1950, 62 e.v.; Van Oven 1961; Van der Grinten 1951; Verdam e.a. 1965, 27 e.v.; 101 e.v.; 107 e.v.

189. Houwing 1950; Haardt 1950; Witteveen e.a. 1962, 81 e.v.; Van Oven 1961.

190. Van der Grinten 1951, 323.

191. Houwing 1950, 10 e.v.; 25 e.v.; Haardt 1950, 59 e.v.; 91 e.v.

Doordat de liberalen de onderneming zo veel mogelijk scheidden van de NV, konden zij benadrukken dat de NV, de institutionalisering van het vennootschapsbegrip ten spijt, altijd een kapitaalsassociatie was gebleven.¹⁹² De rechtvaardiging voor zeggenschap van aandeelhouders vonden zij in het verschaffen van risicodragend kapitaal. Van Oven: ‘In verband met hun hoedanigheid van “post-concurrente” crediteuren, en voorts met hun deelgerechtigdheid in de winst, zijn zij nauwer bij het wel en wee der n.v. betrokken dan andere geldverschaffers. Men kan zelfs verder gaan (...) en zeggen, dat hun gezamenlijke belang aan het bestaan der n.v. ten grondslag ligt.’¹⁹³ Daarom vormde volgens Van Oven het absenteïsme geen reden om de AVA macht te ontnemen. Het absenteïsme is eigen aan de grote NV, zodat aandeelhouders hun *rationele* apathie niet te verwijten valt; bovendien gaat van de *mogelijkheid* tot machtsuitoefening door de AVA een preventieve werking uit aldus Van Oven.¹⁹⁴ Ook in de oligarchische structuur van veel grote NV’s zagen de liberalen geen grond om de rechten van de AVA te wijzigen;¹⁹⁵ wel hadden liberalen bezwaar tegen niet royeerbare certificaten die alle zeggenschap aan aandeelhouders ontnam.¹⁹⁶

Dit betekent niet dat de liberalen iedere herziening van het vennootschapsrecht wilden tegenhouden. Het gebrekkig functioneren van de AVA vormde voor hen reden om de taken en bevoegdheden van het commissariaat beter in de wet vast te leggen.¹⁹⁷ Een rapport in opdracht van de Teldersstichting stelde verder voor om een beperkt aantal bestuursbesluiten aan de goedkeuring van de RvC op te dragen voor zover deze niet reeds aan AVA-goedkeuring waren onderworpen.¹⁹⁸ Liberale schrijvers hechtten aan de benoeming van commissarissen door de AVA en hadden principiële bezwaren tegen werknemers- of overheidscommissarissen.¹⁹⁹

192. Witteveen e.a. 1962, 5 e.v.; Van Oven 1961.

193. Van Oven 1961, 885.

194. Van Oven 1961, 889.

195. Wel meende Van Oven dat art. 42 en 42d WvK, die bepaalden dat de vaststelling van de winst en de winstbestemming aan de AVA was voorbehouden – niet meer met de praktijk in overeenstemming was en beter kon worden aangepast. Witteveen e.a. 1962, 243 e.v. stelde voor dat tot wijziging van het statutaire doel of ontbinding slechts met een gekwalificeerde meerderheid kan worden besloten en om besluiten tot overdracht of beëindiging van de onderneming aan de AVA-goedkeuring te onderwerpen.

196. Witteveen e.a. 1962, 249 e.v.; Van der Grinten 1955a.

197. Vgl. Van der Grinten 1952a; Witteveen e.a. 1962, 211 e.v.

198. Witteveen e.a. 1962, 220. Het ging omtrent emissie van aandelen, winstbestemming, reservering, afschrijvingen en inkoop en vervreemding van eigen aandelen. Witteveen e.a. 1962, 217 zag, anders dan Van der Grinten 1952a, geen grote noodzaak tot een verplicht commissariaat.

199. Witteveen e.a. 1962, 138 e.v.; 171 e.v.; Van Oven 1961.

De liberalen huldigden in het algemeen een instrumentele opvatting over de onderneming en zagen in de onderneming geen doel op zich:

‘[H]et voortbestaan van de onderneming onder alle omstandigheden zal nooit een doelstelling op zichzelf mogen zijn. De onderneming is een middel en geen doel. Zij is een instrument dat in de eerste plaats dient om de productie zo goed mogelijk te richten op de behoeften, die in de maatschappij bestaan. (...) [O]p de lange termijn bezien [blijkt] de rentabiliteit van het kapitaal de enige bruikbare maatstaf ook voor het maatschappelijk nut van de onderneming. De winst voor het kapitaal is immers het restantinkomen, dat overblijft nadat de andere produktiefactoren de beloning hebben ontvangen die nodig is om hun medewerking te verkrijgen en te behouden.’²⁰⁰

Uit deze instrumentele ondernemingsopvatting vloeide voort dat liberalen geen emancipatoire of gemeenschapsidealen via het ondernemings- of vennootschapsrecht wilden verwezenlijken. Democratiseringsidealen werden verworpen met het argument dat een onderneming onvoldoende gelijkenis met de staat vertoont om de democratiseringsgedachte ook binnen de onderneming toe te passen.²⁰¹ Volgens de liberalen pasten bovendien de sociaal-democratische ideeën over werknemerscommissarissen naar Duits model niet in het Nederlandse consensusmodel.²⁰²

Omdat een onderneming in de liberale opvatting geen gemeenschap vormde, kon de gemeenschapsidee evenmin ten grondslag worden gelegd aan voorstellen om aan werknemers medeverantwoordelijkheid voor het geheel toe te kennen:²⁰³ alle werkzame personen zijn verantwoordelijkheid voor de vervulling van hun eigen taak, maar dat impliceert volgens de liberalen niet dat eenieder medeverantwoordelijkheid voor het geheel zou moeten dragen. En zelfs indien men zou uitgaan van een onderneming als gemeenschap, dan volgt hieruit nog niet, zoals Romme en Van Campen hadden betoogd, dat aan een gemeenschap rechtspersoonlijkheid moet worden toegekend.²⁰⁴ Verschillende liberalen hadden voorts bedenkingen bij de diverse hervormingsvoorstellen omdat zij het beginsel van vrijheid van inrichting en het eigendomsrecht te zeer zouden aantasten, vooral bij de kleinere ondernemingen.²⁰⁵ Van der Grinten waarschuwde verder dat de hervormingsvoorstellen buitenlandse investeerders zouden kunnen afschrikken en de groei van de economie zouden belemmeren.²⁰⁶

200. Witteveen e.a. 1962, 48.

201. Witteveen e.a. 1962, 125 e.v.

202. Witteveen e.a. 1962, 156.

203. Haardt 1950, 89 e.v.; Van der Grinten 1951, 326; Witteveen e.a. 1962, 129 e.v.

204. Van der Grinten 1951, 326 e.v.

205. Houwing 1950, 30 e.v.; Van der Grinten 1951, 327 e.v.; Haardt 1950, 93.

206. Van der Grinten 1951, 329; Van der Grinten 1959.

Dit alles betekende niet dat de liberalen geen betekenis hechtten aan de belangen van werknemers, maar het vennootschapsrecht was volgens hen geen geschikt instrument: daartoe diende het arbeidsrecht en de WOR.²⁰⁷ Het rapport van de Teldersstichting was daarbij wél voorstander om de medezeggenschapsrechten van werknemers via de WOR te versterken, door deze adviesrecht te geven bij belangrijke reorganisaties, fusie en liquidatie en door vaker overlegvergaderingen te houden.²⁰⁸ Dit laat echter onverlet dat de liberalen weinig gewicht toekenden aan het belang van medezeggenschap van werknemers. Zo betoogde Van der Grinten naar aanleiding van de stelling van de Wiardi Beckman Stichting dat het onrechtvaardig is wanneer de factor arbeid niet zou kunnen meebeslissen over de winstverdeling:

‘Hiertegenover zou ik willen stellen, dat het onrechtvaardig is, indien de werknemers niet een billijk loon ontvangen. Hierop nauwlettend toe te zien is ongetwijfeld een van de grote taken van de vakbeweging. (...) [W]anneer de vaststelling van de lonen van de factor arbeid volgens eigen regels plaats heeft – waarbij de faktor kapitaal als zodanig geen invloed heeft – waarom is het dan ongerechtvaardigd, dat aan de beslissing over de beloning van de faktor kapitaal geen arbeidsvertegenwoordiger deelneemt?’²⁰⁹

Zo werd telkens het verschil tussen vennootschap en onderneming gebruikt om medezeggenschap van werknemers op het niveau van de vennootschap tegen te gaan.

7.4.3 ... en compromis

161 Commissie-Verdam. Uit bovenstaand overzicht blijkt enerzijds dat de basis voor overeenstemming te vinden was in de versterking van de positie van de RvC. Er bestonden geen principiële bezwaren tegen de herziening van het enquête- en het jaarrekeningenrecht en de WOR. Anderzijds liepen de meningen met betrekking tot de verhouding tussen vennootschap en onderneming en de zeggenschapsconsequenties die hieraan moesten worden verbonden ver uiteen. Deze onenigheid openbaarde zich vooral rondom de benoeming van commissarissen en directeurs.

De Stichting van de Arbeid, die in 1948 was gevraagd te adviseren over de wenselijkheid van een vennootschapsherziening en een medezeggenschapregeling, wist geen overeenstemming te bereiken. In 1964 kwam de commissie-Verdam wel met een advies, maar dat kon de onenigheid binnen deze commissie niet verbloemen: de meest vergaande voorstellen werden gesteund

207. Houwing 1950, 13 e.v.; Haardt 1950, 62 e.v.

208. Witteveen e.a. 1962, 109 e.v.

209. Van der Grinten 1959, 104.

door 9 van de 16 leden (onder wie de sociaal-democraten Sanders, Van der Stoel en Den Uyl, en de confessionelen Verdam, De Gaay Fortman en Romme) en fel bestreden door de minderheid, onder wie Van der Grinten en Hijmans van den Bergh.

De meerderheid adviseerde de RvC bij beursfondsen verplicht te stellen. Deze zou het recht krijgen bestuurders te benoemen, de jaarrekening vast te stellen, alsmede een goedkeuringsrecht ter zake van belangrijke bestuursbesluiten. Eén of twee commissarissen zouden door de OR worden benoemd krachtens een verkiezingsreglement, vastgesteld of goedgekeurd door de SER. De RvC zou zich volgens de commissie moeten richten naar het belang van de vennootschap en haar onderneming, zulks echter *binnen het raam van het algemeen belang*.²¹⁰ De commissie stelde voor om de verminderde zeggenschap van de AVA te compenseren door een herziening van het jaarrekeningenrecht en het enquêterecht, alsmede door een versterkt informatierecht voor aandeelhouders en vergaderrechten voor certificaathouders. De positie van de OR zou worden versterkt door een herziening van de WOR.

De voorstellen van de meerderheid waren stilzwijgend gestoeld op het vertrouwen in blijvende verdere groei van welvaart; alle aandacht ging daarom uit naar verdelingsvraagstukken.²¹¹ Zo hadden sociaal-democratische en communitarische leden van de commissie elkaar gevonden in een idealistische opvatting over de onderneming als gemeenschap en bron van ‘bevredigende levenstaak.’ Zij verbonden daaraan ook de consequentie dat werknemers meer medezeggenschap in en -verantwoordelijkheid voor de onderneming moest worden gegeven. De meerderheid stelde haar voorstellen op drie uitgangspunten: (i) de kapitaalverschaffers staan niet formeel boven de inbrengers van arbeid, (ii) de leiding dient de middenfiguur te zijn tussen werknemer en kapitaalverschaffer en (iii) de leiding heeft jegens zowel werknemers als kapitaalverschaffers een verantwoordingsplicht.²¹² Zo werd het ondernemingsrecht in dienst gesteld van de emancipatie van werknemers op basis van een communitaristisch ondernemingsbegrip. Tegelijk viel sociaal-democratische invloed te bespeuren in de taakopdracht van commissarissen die mede in dienst van het algemeen belang werd gesteld, alsmede in de rol van de SER bij de benoeming van commissarissen.

De bezwaren van de minderheid waren fundamenteel. Gelet op de onderscheiden aard en functie van de factoren arbeid en kapitaal kon in de opvatting van de minderheid onvoldoende rechtvaardiging worden gevonden in de zeggenschap van werknemers.²¹³ De belangrijkste argumenten van de minderheid zijn in nr. 160 behandeld bij de bespreking van de liberale opvattingen.

210. Verdam e.a. 1965, 31 e.v.; 82.

211. Verdam e.a. 1965, 18 e.v.

212. Verdam e.a. 1965, 24.

213. Verdam e.a. 1965, 27 e.v.; 101 e.v.; 112 e.v.

162 Het SER-advies. Op basis van het rapport van de commissie-Verdam werkte de SER adviezen uit over de herziening van het enquêterecht, het jaarrekeningenrecht, de WOR en de structuur van grote vennootschappen. Het laatste onderwerp was het meest controversieel en staat in dit nr. centraal. Het leek moeilijk denkbaar om enerzijds aan de werknemers invloed te geven op de samenstelling van de RvC en anderzijds te waarborgen dat commissarissen zich slechts zouden richten naar het vennootschaps- en ondernemingsbelang zonder dat verschillende kampen binnen de RvC zouden ontstaan.

Toch wist de SER in 1969 onverwacht een unaniem advies uit te brengen.²¹⁴ partijen vonden elkaar in de constatering dat de benoeming van commissarissen *de facto* reeds geschiedde door coöptatie, zonder dat de AVA grote invloed op dit proces uitoefende. De SER stelde voor om deze praktijk te formaliseren door de AVA slechts een geclausuleerd vetorecht toe te kennen. Hierdoor werd het mogelijk aan de factor arbeid (de OR) een gelijke zeggenschapspositie te geven. Het voorstel van de commissie-Verdam werd op enkele andere punten gewijzigd, zoals het schrappen van de verplichting van commissarissen om hun taak binnen het raamwerk van het algemeen belang te vervullen. Verder werd voorgesteld om de commissarissen ook het recht te geven bestuurders te ontslaan en werden de toepasselijkheidscriteria voor de structuurregeling enigszins aangepast.

Meer nog dan het rapport van de commissie-Verdam ademde het SER-advies een communitaristische geest. Dit komt tot uitdrukking in de coöptatieregeling en in het ondernemingsbegrip dat ten grondslag ligt aan het advies. Uit de coöptatieregeling – en het afwijzen van werknemerscommissarissen – spreekt een streven naar consensus binnen de vennootschappelijke verhoudingen. Dit geldt te meer gelet op de nadelen van coöptatie: het feit dat commissarissen nauwelijks gedisciplineerd kunnen worden en dat aandeelhouders (en werknemers) van betekenisvolle zeggenschap verstoken bleven bij de benoeming en ontslag van commissarissen.

Communitaristische invloeden blijken voorts uit het ondernemingsbegrip. De SER beschouwde de onderneming niet alleen als sociaal-economisch instituut en als bron van inkomsten voor werknemers, maar ook als sociale structuur, als ‘organisatorisch samenwerkingsverband van verschillende groepen die als haar componenten deel van haar uitmaken, ieder met een eigen inbreng, eigen functie en eigen primaire belangen en verwachtingen.’²¹⁵ Het is

214. SER 1969.

215. SER 1969, 8.

met name dit aspect van de onderneming dat de rechtvaardiging vormt voor de medezeggenschap van werknemers.²¹⁶

7.4.4 *Vervlechting van vennootschap en onderneming*

163 De wetsherziening. De SER-adviezen hebben gediend als basis voor vier wetsvoorstellen, betrekking hebbend op het jaarrekeningenrecht, het enquêterecht, de ondernemingsraden en het structuurregime. De belangrijkste verschillen tussen het SER-advies en de uiteindelijke structuurwet waren de aandeelhouderscommissie (ingevoerd bij amendement), alsmede het gematigde regime voor Nederlandse dochtervennootschappen in internationale concerns en voor internationale holdings.²¹⁷ In 1971 werd het wetsvoorstel voor de structuurwet aangenomen met steun van de confessionele partijen, VVD en D'66. Nog hetzelfde jaar werd de wet ingevoerd. De Tweede Kamer-fractie van de PvdA stemde opvallend genoeg tegen.²¹⁸ Deze wenste directe invloed van werknemers op de samenstelling van de RvC en verwierp daarom de coöptatie-regeling.²¹⁹ De PvdA vreesde dat de coöptatie-regeling de machtsconcentratie bij grote ondernemingen niet zou verminderen en verzette zich tegen het schrappen van een verwijzing naar het algemeen belang in de taakopdracht van commissarissen.

164 Vennootschap en onderneming. In de structuurwet heeft de vervlechting van de vennootschap, als kapitaalsassociatie, en de onderneming, de organisatie waarin dit kapitaal tezamen met de factor arbeid wordt aangewend, een wettelijke basis gevonden. Heeft de institutionalisering van de *vennootschap* zich aan het begin van de jaren '60 voltrokken in rechtspraak en doctrine,

216. '[H]et [is] een goed beginsel, dat groepen die deel uitmaken van een sociale structuur, invloed kunnen uitoefenen op beslissingen die voor hun belangenpositie van betekenis zijn of waarvan zij afhankelijk zijn. Dit is temeer nodig wanneer in de sociale structuur groepen met uiteenlopende belangenposities verenigd zijn. Deze behoefte neemt toe naarmate de in het geding zijnde belangen vitaler en de beslissingen van meer verstrekkende betekenis zijn. (...) Wanneer men binnen de structuur van de onderneming leiding, kapitaal en arbeid als de drie belangrijke componenten beschouwt, kunnen zich daartussen belangentegenstellingen en verschillen van inzicht voordoen met betrekking tot het gewenste beleid. (...) In een rechtsorde behoort te worden gestreefd naar de waarborging dat deelbelangen en afwijkende inzichten op een reële manier tot gelding kunnen worden gebracht, opdat een zo goed mogelijke harmonisering kan plaatsvinden.' (SER 1969, 10)

217. TK 1969–1970, 10751.

218. Handelingen TK 11 maart 1971, 3060 e.v.; 3336. In de Eerste Kamer stemde de PvdA verdeeld (Handelingen EK 27 april 1971, 1071 e.v.; 1103 e.v.).

219. Volgens een PvdA-amendement zouden AVA en OR ieder 1/3 van de commissarissen benoemen, en zouden deze commissarissen gezamenlijk de overige commissarissen aanstellen (Handelingen TK 11 maart 1971, 3062 e.v.).

de institutionalisering van de *onderneming*, vond nog geen tien jaar later plaats door middel van de structuurwet.

De structuurregeling betrad nieuwe paden, niet alleen door te erkennen dat de vennootschappelijke verhoudingen invloed ondergaan van de groei van de onderneming, maar vooral door aan deze erkenning vergaande consequenties te verbinden. De structuurwet vlecht vennootschap en onderneming aaneen doordat bestuur en RvC met zowel de onderneming als de vennootschap zijn verbonden. De aandeelhouders maken slechts deel uit van de kapitaalsassociatie, de werknemers van de onderneming. In de wettelijke regeling komt de verbondenheid van RvC met zowel vennootschap als onderneming tot uitdrukking doordat bij de benoeming de zeggenschapspositie van aandeelhouders en werknemers even sterk (of beter: zwak) is: zowel de AVA als de OR kreeg een vetorecht bij de benoeming van commissarissen. Dit vetorecht werd geclausuleerd doordat het slechts mocht worden uitgeoefend wegens verwachte ongeschiktheid van de kandidaat of omdat de RvC niet naar behoren zou zijn samengesteld. Aan de verbondenheid van bestuurders bij zowel vennootschap als onderneming wordt in de structuurwet de consequentie getrokken dat de factor kapitaal niet langer directe zeggenschap heeft over hun benoeming en ontslag; deze geschiedt voortaan door de commissarissen.

De RvC werd door dit benoemingsrecht en het recht om belangrijke besluiten goed te keuren een centraal orgaan binnen zowel vennootschap als onderneming. De zeggenschap van aandeelhouders strekte zich slechts uit tot de vennootschap, terwijl de medezeggenschap van werknemers via de WOR slechts op de onderneming betrekking had. In de MvA is deze verhouding tussen vennootschap en onderneming als volgt omschreven:

‘De praktijk heeft aangetoond dat voor de vorming en ontwikkeling van de grote onderneming de rechtsvorm der naamloze vennootschap bij uitstek geschikt is. Zij stelt de onderneming in staat tot het verkrijgen van de beschikking over het omvangrijke vermogen dat deze voor haar investeringen nodig heeft: talrijke kapitaalverschaffers kunnen in haar deelnemen met een risico dat beperkt is tot de waarde van hun aandeel. De naamloze vennootschap mag echter niet met de onderneming worden vereenzelvigd: zij is de organisatie der kapitaalverschaffers, waaraan het ondernemingsvermogen toekomt. De werknemers, wier functie even essentieel is voor de onderneming, worden als zodanig in de vennootschap echter niet vertegenwoordigd. Een regeling van de ondernemingsstructuur zelf bevat onze wetgeving niet. De wet [van 1928] beschouwt de bestuurders van de onderneming en degenen die op hun toezicht moeten houden, als organen van de vennootschap; daaruit vloeit voort dat het de aandeelhoudersvergadering is die de directie en commissarissen benoemt en ontslaat. Het is waar dat (...) in de grote vennootschap dit recht (...) in de regel praktisch zeer beperkt is, niettemin is het begrijpelijk dat tegen deze “onevenwichtigheid”

in de structuur der onderneming verzet ontstaat. Het is weinig gerechtvaardigd dat in de structuur der *onderneming* de aandeelhouders wier functie beperkt is tot die van kapitaalverschaffing, een voorsprong hebben boven de werknemers. De ondergetekenden juichen het dan ook toe dat een vorm is gevonden waarin de “medezeggenschap” der werknemers in de ondernemingsstructuur kan worden verwezenlijkt op een wijze die aansluit aan de ontwikkeling en die toch een essentieel nieuwe fase inluidt.

Men houde echter in het oog dat de naamloze vennootschap niet de onderneming zelf is, doch de functie van de kapitaalverschaffing daarin vertegenwoordigt. In de organisatie van deze vennootschap berust de zeggenschap binnen de grenzen van wet en statuten uiteraard bij de aandeelhoudersvergadering. Dit geldt b.v. ten aanzien van statutenwijziging en de ontbinding der vennootschap; deze laatste behoeft overigens niet de opheffing van de onderneming mee te brengen, indien de functie der kapitaalverschaffing slechts door anderen wordt overgenomen.

Volgens het ontwerp raakten aandeelhoudersvergadering en ondernemingsraad (...) elkaar op het punt van de benoeming en het ontslag der commissarissen en hebben zij ten aanzien daarvan gelijke rechten; overigens behouden zij elk op eigen terrein hun bijzondere functie en de daarbij passende bevoegdheden. De zeggenschap met betrekking tot benoeming van de leiding berust naar het ontwerp niet meer bij de kapitaalsorganisatie, maar bij de raad van commissarissen, die het vertrouwenscollege in de onderneming is.²²⁰

165 Belangenpluralisme. De vervlechting van vennootschap en onderneming heeft in de structuurwet gevolgen gehad voor de taakopdracht aan commissarissen: voortaan moesten zij zich richten naar het belang van de vennootschap *en de met haar verbonden onderneming*. Opvallend is dat de wetgever niet een vergelijkbare taakomschrijving voor bestuurders in de wet heeft opgenomen. Kennelijk verkeerde de wetgever in de veronderstelling dat de taakomschrijving van de commissarissen, alsmede het feit dat bestuurders door de RvC worden benoemd, automatisch impliceerde dat ook bestuurders zich dienen te richten naar ditzelfde belang. Deze veronderstelling is begrijpelijk voor zover betrekking hebbend op structuurvennootschappen, maar minder vanzelfsprekend voor andere NV's waarop de taakomschrijving van de RvC ook van toepassing is. Wat daarvan zij, sindsdien is algemeen aangenomen dat ook bestuurders zich moeten richten naar het belang van vennootschap en onderneming. Sinds 2013 is dit ook met zo veel woorden in art. 2:129 lid 5 BW bepaald.

De minister heeft expliciet gesteld dat commissarissen zich niet mogen richten naar bepaalde deelbelangen, zoals het belang van de gezamenlijke

220. TK 1970–1971, 10 751, nr. 10, 2.

aandeelhouders.²²¹ In de toelichting is over het belang van de vennootschap en haar onderneming opgemerkt:

‘Het gaat er veeleer om dat commissarissen bepalen wat *het* belang van de vennootschap en onderneming vereist, en dat zij zich daarnaar richten; dit belang is het gezamenlijk belang van allen die onmiddellijk bij vennootschap en onderneming zijn betrokken. De ondergetekenden zouden er voorts nog op willen wijzen dat het ontwerp niet spreekt van “het belang van de vennootschap *sec*”, doch van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, ten einde duidelijk te doen uitkomen dat ook op de belangen van de – niet in de vennootschap vertegenwoordigde, doch wel bij de onderneming betrokken – werknemers acht dient te worden geslagen.’²²²

De wetsgeschiedenis maakt geen onderscheid tussen de omvang en aard van de belangen van aandeelhouders en werknemers. Geen betekenis wordt gehecht aan het feit dat werknemers (het belang van crediteuren speelde in de structuurwet nog nauwelijks een rol) bescherming kunnen ontleen aan hun arbeidsovereenkomst – bescherming die aandeelhouders niet in gelijke mate genieten. Zo liet de wet alle ruimte voor verdere ontwikkeling én controverse. Wel was duidelijk dat de verruiming van de taakopdracht van commissarissen en bestuurders, beschouwd in samenhang met het leerstuk van de bestuursautonomie zorgde voor een aanzienlijke versterking van bestuurders en commissarissen ten opzichte van de AVA. In nr. 150 is reeds gebleken dat *Forumbank* een bezegeling vormde van eerdere gewijzigde opvattingen in de literatuur; anderzijds vormde *Forumbank* de aanzet tot een nieuwe rechtsontwikkeling doordat de taakopdracht van bestuurders en commissarissen 15 jaar later werd verbreed.²²³

Hoewel de gewijzigde taakopdracht primair was gericht op verdeling in plaats van vergroting van welvaart en bovendien berustte op een inmiddels achterhaald idealistisch ondernemingsbegrip, toch heeft deze taakopdracht

221. TK 1969–1970, 10 751, nr. 3, 12–13: ‘Commissarissen [behoren] hun taak niet (...) uit te oefenen ten dienste van bepaalde deelbelangen. Met het oog daarop hebben de ondergetekenden een bepaling van deze strekking opgenomen. In de redactie hebben zij aansluiting gezocht bij de formulering van de Hoge Raad, nl. dat de commissarissen zich richten naar het belang der vennootschap. Daaraan hebben zij het belang der onderneming toegevoegd teneinde geen voet te geven aan de gedachte dat de commissarissen slechts het belang der aandeelhouders als groep behartigen, zonder acht te slaan op dat der werknemers. De bedoeling is juist te doen uitkomen dat de commissarissen het belang van het geheel behartigen.’

222. TK 1970–1971, 10 751, nr. 10, 10. De minister heeft de opvatting dat de RvC zich mede naar het algemeen belang zou moeten richten uitdrukkelijk als te vaag verworpen. (Handelingen II 4 maart 1971, 3160)

223. Vgl. Honée 1976.

blijvende betekenis gehad op de verdere ontwikkeling van het vennootschapsrecht. Het belangenpluralisme dat met de structuurwet werd ingevoerd beïnvloedde bijvoorbeeld de opvattingen van Maeijer en Van der Grinten. Maeijer verzette zich in 1964 nog tegen de opvatting dat het vennootschapsbelang moest worden verstaan als het gezamenlijk belang van kapitaalverschaffers, leiding en werknemers (nr. 154).²²⁴ In 1994 stelde hij dat het bestuur bij het vervullen van zijn taak gericht op het belang van de onderneming in het bijzonder ook te letten heeft op het werknemersbelang.²²⁵

In nr. 154 bleek reeds dat Van der Grintens denken in de loop van de tijd niet stil stond. Onder invloed van de structuurwet ontwikkelde hij de ‘resultante-benadering:’ onder het vennootschapsbelang verstond hij de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken.²²⁶ Welke belangen moeten worden afgewogen hangt volgens Van der Grinten af van de concrete situatie. In het algemeen zullen de belangen van anderen dan aandeelhouders zwaarder wegen naarmate het personeelsbestand van de vennootschap groter is en haar economische activiteiten meer omvattend zijn. De belangen van aandeelhouders blijven echter steeds een factor: Van der Grinten acht het moeilijk denkbaar dat het vennootschapsbelang een beslissing zou eisen die de belangen van kapitaaldeelnemers blijvend schaadt. Het is wel denkbaar dat het vennootschapsbelang tot een beslissing voert, die niet overeenkomt met hun wensen of hun direct persoonlijk belang, of die in strijd is met belangen van een groep van aandeelhouders.

Het praktische verschil is niet groot. Ook Maeijers autonome opvatting abstraheert niet volledig van de concrete in het geding zijnde belangen. Bovendien onderkennen beiden dat de vennootschap in de regel een onderneming drijft; in beider benadering zal het belang van alle betrokkenen bij een succesvolle onderneming het vennootschapsbelang in hoge mate bepalen (nr. 205).

In nr. 154 bleek reeds dat de institutionele vennootschapsleer had gezorgd voor een (potentiële) verwijdering tussen het vennootschapsbelang en het belang van individuele (en gezamenlijke) aandeelhouders. De verbreding van de taakopdracht heeft deze verwijdering verder vergroot. Bij niet-structuurvennootschappen leidde dit tot een inherente spanning binnen het vennootschapsrecht: bestuurders dienen zich te richten naar het belang van de vennootschap en onderneming, terwijl zij worden benoemd en ontslagen door aandeelhouders bij de uitoefening van hun rechten in beginsel hun eigen belang voorop mogen stellen.²²⁷ Dit spanningsveld en zijn consequenties werden ten

224. Maeijer 1964, 144, nt. 19.

225. Asser/Maeijer 2-III (1994), nr. 293.

226. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231, waaraan het navolgende ook is ontleend.

227. De Jongh 2007a.

tijde van de herziening nauwelijks onderkend;²²⁸ dit onderwerp zou later veel pennen in beweging brengen en komt in hoofdstuk 9 en 10 aan de orde.

166 Medezeggenschap werknemers. Uit de vervlechting van vennootschap en onderneming en het belangenpluralisme vloeit niet zonder meer voort dat werknemers ook medezeggenschap toekomt binnen de vennootschappelijke verhoudingen. Toch is deze (politieke) keuze wel gemaakt voor wat betreft de structuur-NV. Typerend voor de structuurwet – een uitwerking van een ingewikkeld compromis – is dat deze keuze vanuit vier perspectieven wordt onderbouwd.²²⁹ Sociaal-democratische elementen zijn te vinden in de *democratisering* als grondslag voor medezeggenschap. De *medeverantwoordelijkheid* van werknemers voor het bestuursbeleid en de gang van zaken in de ‘ondernemingsgemeenschap waarvan zij deel uitmaken’ als grondslag getuigt van communitaristische ideeën waarop de structuurwet eveneens is gestoeld. Beide stromingen hechtten voorts betekenis aan de *belangenbescherming* als derde grondslag voor de medezeggenschap. Het vierde perspectief is het *vertrouwen*: ‘is men zelf niet bevoegd of bij machte te beslissen of zelf de beslissing te toetsen, dan moet een zodanige structuur gevonden worden dat vertrouwen kan worden gesteld in degenen die voor het nemen der besluiten verantwoordelijk zijn.’²³⁰ Dit vierde perspectief is ongetwijfeld mede ingegeven door bedenkingen vanuit de liberale hoek tegen directe zeggenschap van werknemers. Hiermee nam de wetgever weer een deel terug van wat hij zojuist gegeven had: de werkelijke medezeggenschap van werknemers was in de structuurwet immers zeer beperkt. Zij bestond slechts uit een geclausuleerd vetorecht voor de OR bij de benoeming en ontslag van commissarissen.

167 Vertrouwen, consensus en harmonie. Men zou ook kunnen stellen dat de structuurwet juist getuigt van gebrek aan vertrouwen in werknemers om rechtstreeks capabele commissarissen aan te stellen. Vermoedelijk schuilt hierin een kern van waarheid, maar niet de hele waarheid: immers, op hetzelfde moment werd ook de WOR herzien waarin de medezeggenschapsrechten van werknemers juist werden uitgebreid. Bezie men dit geheel, dan getuigden wetgever en sociale partners juist van vertrouwen in werknemers.

Aan de structuurwet liggen ook andere vertrouwensaspecten ten grondslag. In de eerste plaats het ‘wonder van Den Haag’, product van de Nederlandse overlegcultuur die erdoor werd gekenmerkt dat partijen met uiteenlopende belangen bereid waren om rekening te houden met andermans belangen teneinde ten behoeve van het gemene best tot oplossingen te komen voor sociaal-economische vraagstukken. Alleen al het feit dat de structuurwet kan

228. Zie echter Maeijer 1964.

229. TK 1970–1971, 10 751, nr. 3, 8.

230. TK 1970–1971, 10 751, nr. 3, 8.

worden gezien als een product van de SER maakt het moeilijk denkbaar dat in het buitenland vergelijkbare constructies zouden worden opgezet.

Om nog andere redenen zou de structuurwet in een *low trust society* weinig kans van slagen hebben: aan de bezwaren, verbonden aan de coöptatieregeling zou zwaarder worden getild, gelet op het risico dat een machtig en nauwelijks gecontroleerd college zou vervallen in machtsmisbruik. Illustratief is het verschil met de Duitse *Mitbestimmungs*-regeling: de commissarissen hebben daar ieder een eigen bloedgroep hetgeen een gerichtheid op het gezamenlijke belang van de onderneming niet altijd bevordert. Het streven naar synthese, naar consensus binnen de RvC en de uitdrukkelijke keuze dat de commissarissen zich richten naar het belang van vennootschap en onderneming bleek in Nederland sterker dan de vrees voor misbruik. Dit was slechts mogelijk bij een hoog vertrouwen in de integriteit en kwaliteit van de commissarissen.²³¹ Inderdaad hadden zich in de loop der jaren geen grote schandalen voorgedaan – hetgeen vanzelfsprekend niet betekent dat commissarissen altijd goed hebben gefunctioneerd. Ook het verhoudingsgewijs geringe protest van aandeelhouders kan naar ik meen mede worden verklaard uit het vertrouwen van aandeelhouders in de oordeelkundigheid van commissarissen.

Het wederzijds vertrouwen was weliswaar geen drijvende kracht achter de structuurwet, maar vormde, zoals blijkt uit de parlementaire geschiedenis, wel een *condicio sine qua non*.²³² De structuurwet was kortom een typisch Nederlands product waarin de communitaristische elementen sterker waren dan antithese-gedachten die in (niet aangenomen) amendementen van de PvdA besloten lagen (nr. 163 *in fine*). Het Nederlandse harmoniemodel heeft uiteindelijk eraan in de weg gestaan om aan werknemers medezeggenschap over de benoeming van commissarissen te geven.

168 Positie van aandeelhouders. Heeft de wetgever in de structuurwet ervoor gekozen om medezeggenschap aan werknemers te onthouden, hij heeft zeggenschap aan aandeelhouders ontnomen. Dit is het gevolg van drie uitgangspunten van de wet: (i) de politieke keuze om de zeggenschapspositie van aandeelhouders en werknemers zo veel mogelijk gelijk te trekken, (ii) de keuze om aan de RvC een centrale zeggenschapspositie toe te kennen en (iii) de wens om kampvorming binnen de RvC te vermijden en het fenomeen van werknemerscommissarissen te voorkomen. Binnen deze uitgangspunten was het niet mogelijk om aan aandeelhouders bij de benoeming van commissarissen meer dan een geclausuleerd vetorecht toe te kennen.²³³

231. Ook onder sociaal-democraten bestond in het algemeen vertrouwen in de commissarissen (Valkhoff e.a. 1959, 51).

232. TK 1970–1971, 10751, nr. 10, 3 en 4; Handelingen II, 25 februari 1971, 3048; Handelingen II, 4 maart 1971, 3149, 3151, 3167; Handelingen, I 27 april 1971, 1068.

233. TK 1969–1970, 10751, nr. 3, 10–11.

De regering rechtvaardigde deze keuze met het gelegenheidsargument dat aandeelhouders in beurs-NV's nu al weinig te vertellen hebben.²³⁴ Met het oog op de gebruikelijke bindende voordrachtsrechten beweerde de regering zelfs dat de structuurregeling de positie van aandeelhouders zou versterken: voortaan zou immers een enkelvoudige meerderheid voldoende zijn om een veto uit te spreken over een benoeming!²³⁵ Daarbij ging de minister eraan voorbij dat de structuurregeling niet alleen zou worden toegepast op open NV's met een gespreid aandelenbezit, maar ook op beurs-NV's met een controlerend aandeelhouder of op grote besloten vennootschappen. Bij deze vennootschappen kan de gegroeide oligarchie niet als argument worden gehanteerd voor het ontnemen van macht aan controlerende aandeelhouders. Deze aandeelhouders moesten zich maar neerleggen bij het gesloten compromis, zo wilde de minister uiteindelijk toegeven.²³⁶ De structuurwet miste op dit punt voldoende onderbouwing voor het ontnemen van zeggenschap aan aandeelhouders; de wens om de kwetsbare eenheid in de polder niet te verstoren heeft te veel overheerst.

In een ander opzicht werd de positie van aandeelhouders echter versterkt, namelijk door de herziening van het enquêterecht en het jaarrekeningenrecht. In de ogen van de minister was dit in zoverre voldoende, dat aandeelhouders hierdoor meer toegang tot informatie zouden krijgen, terwijl bestuurders of commissarissen die het vertrouwen van aandeelhouders ontbeerden hoe dan ook door de hierdoor gegenereerde publiciteit niet te handhaven waren.²³⁷ Niettemin werd in de Tweede Kamer aandacht gevraagd voor het feit dat de zeggenschap van aandeelhouders, die immers niet in de SER vertegenwoordigd waren, het 'kind van de rekening' waren geworden. Ook al geschiedde de benoeming van commissarissen en bestuurders *de facto* vaak door coöptatie, de *mogelijkheid* tot het opzeggen van vertrouwen vormde een disciplineringsinstrument dat aandeelhouders nu werd ontnomen.²³⁸ Om de 'ontrechting' van aandeelhouders enigszins te verzachten is daarom bij amendement de mogelijkheid tot invoering van een aandeelhouderscommissie ingevoegd. Aan deze commissie zou de AVA voor ten hoogste twee jaar de bevoegdheid kunnen overdragen om namens de AVA de aandeelhoudersbevoegdheden in verband met de benoeming van commissarissen uit te oefenen.²³⁹ Langs deze weg beoogden de indieners om de AVA ten minste in staat te stellen om de

234. TK 1969–1970, 10751, nr. 3, 9; 11; Handelingen II 4 maart 1971, 3155; EK 1970–1971, 10 751, nr. 202b, 3–4.

235. TK 1970–1971, 10 751, nr. 10, 4.

236. TK 1969–1970, 10751, nr. 3, 10–11

237. Handelingen II, 4 maart 1971, 3149; 3155 e.v.

238. TK 1970–1971, 10 751, nr. 8, p. 9; TK 1970–1971, 10 751, nr. 9, p. 11 Handelingen II, 25 februari 1971, 3050 e.v.

239. Het doen van een aanbeveling voor de door de RvC op te maken voordracht en het uitoefenen van het geclausuleerde vetorecht.

resterende zeggenschapsrechten op een effectieve manier uit te oefenen, niet gehinderd door coördinatieproblemen.

Hoewel de wetgever met de instelling van het gemitigeerde regime voor NV's enig oog toonde voor internationale verhoudingen, is opvallend dat de wetsgeschiedenis voor het overige geen noemenswaardige aandacht besteedt aan de gevolgen voor de concurrentiepositie van structuurvennootschappen. Ik zie hiervoor drie verklaringen. Vooreerst plaats werden vennootschappen in de jaren '50 en '60 grotendeels gefinancierd met ingehouden winsten en waren zij maar beperkt aangewezen op de kapitaalmarkt. In de tweede plaats ligt aan de wet de stilzwijgende veronderstelling ten grondslag dat de naoorlogse groei zich zou voortzetten, zodat concurrentie- en financieringsaspecten relevantie ontbeerden. Ten derde plaats houdt de wet geen rekening met de mogelijkheid dat de meerderheid van aandelen van open NV's wel eens in buitenlandse handen zou komen. Het zou juist deze wijziging van het aandeelhoudersbestand zijn die het structuurregime onder druk zou zetten.

169 Evaluatie. Hoewel de gerichtheid van commissarissen op het belang van de onderneming m.i. positief valt te waarderen, is de idealistische invulling van het begrip onderneming als gemeenschap verouderd; zij paste in de naoorlogse periode maar was misschien zelfs al achterhaald ten tijde van de herziening. In de synthese-gedachte kan ik dan ook geen rechtvaardiging vinden voor de coöptatie-regeling. Dit klemmt te meer gelet op de nadelen van de coöptatie-regeling: concentratie van macht bij commissarissen, gebrek aan controlemogelijkheden, ontneming van rechten van aandeelhouders zonder dat in de structuurregeling de zeggenschap van werknemers werkelijk wordt versterkt. De wetsherziening komt weliswaar voort uit een emancipatiestreven en de wens tot betere controle op bestuur én RvC, maar bereikte juist het omgekeerde.

Opmerkelijk is voorts dat een probleemanalyse heeft ontbroken: het gehele proces is gedreven door politieke motieven, zonder dat de noodzaak tot déze oplossing was komen vast te staan.²⁴⁰ De opluchting over het 'wonder van Den Haag' moet zo groot zijn geweest, dat vervolgens kritische bezinning over het compromis is uitgebleven. In zoverre valt begrip op te brengen voor de bedenkingen van de PvdA, vertolker van een stroming die juist een belangrijke aanzet tot de herziening had gegeven (nr. 163 *in fine*).

Toegegeven kan worden dat er een zekere interne logica zit in de keuze om de bestuurders door de RvC te laten benoemen en ontslaan. Hierdoor wordt immers gewaarborgd dat het bestuur zich uitsluitend richt naar het belang van vennootschap en onderneming. Toch heeft het aan reflectie ontbroken over de vraag of de wetgever hiermee niet te ver ging in het ontnemen van zeggenschap aan aandeelhouders. Weliswaar geschiedde de benoeming en ontslag bij

240. Aldus ook Den Boogert 2005, 254, nr. 5.

een gespreid aandelenbezit *de facto* niet meer door de aandeelhouders; maar men kan zich afvragen of het aan de wetgever is om deze machteloze positie van de AVA te formaliseren door haar ook *de jure* het benoemingsrecht te ontnemen. Bovendien, voor wat betreft besloten of familie-NV's, alsmede voor beursvennootschappen met een grootaandeelhouder gaat de regeling beslist te ver: bij deze vennootschappen vervulde de AVA de zeggenschapspositie die de wetgever haar had toegedacht, zodat er geen rechtvaardiging bestond om de zeggenschap over te hevelen naar een ongecontroleerde RvC. Het blijft merkwaardig dat de wetgever van 1928 te langen leste het absoluut bindend voordrachtsrecht had afgeschaft teneinde de AVA altijd enige invloed op de benoeming te geven, terwijl de wetgever van 1971 de zeggenschap bij structuurvennootschappen met een volledig regime weer afschafte. De compensatie voor aandeelhouders die werd geboden door een nieuw jaarrekeningen- en enquêterecht was n.m.m. onvoldoende. Deze verbeterden weliswaar de verantwoording door de vennootschapsleiding en boden een remedie bij wanbeleid, maar compenseerden niet de ontnomen zeggenschap van aandeelhouders.

Sympathiek sta ik daarentegen tegenover de wijziging om belangrijke besluiten aan de goedkeuring van de RvC te onderwerpen. Dergelijke besluiten hebben alle in potentie grote gevolgen voor andere betrokkenen dan slechts aandeelhouders. Ik meen dat de *Corus*- en de *Organon*-zaak bewijzen dat de RvC juist door dit goedkeuringsrecht een belangrijke rol kan spelen (nr. 194).²⁴¹ Dit geldt te meer, wanneer men rekening houdt met een ontwikkeling waarin steeds meer Nederlandse vennootschappen, mede als gevolg van een vaak kleine thuismarkt, zullen worden overgenomen en opgenomen in internationale concerns. Het gematigde regime vormt dan een veiligheidsklep als waarborg tegen veronachtzaming van de belangen van Nederlandse ondernemingen door buitenlandse concerns.

7.5 Conclusie

170 Legitimering van veranderde verhoudingen. De groei van ondernemingen van veel beurs-NV's vormde de belangrijkste drijvende kracht achter de wijzigingen in het vennootschapsrecht tussen 1928 en 1971. De groei werd gedeeltelijk gefinancierd met kapitaalemissies die spreiding van het aandelenbezit bevorderden. Spreiding van het aandelenbezit vergrootte vervolgens coördinatieproblemen tussen aandeelhouders, leidde tot absenteïsme en een geringere band tussen externe aandeelhouders en de vennootschap. Absenteïsme vergrootte anderzijds het risico dat toevallige meerderheden de vergadering gingen beheersen. Hiertegen wapenden de bestuurders van veel beurs-NV's

241. OK 13 maart 2003, *NJ* 2003, 248, *JOR* 2003, 85 (*Corus*); Rb. Amsterdam 11 maart 2011, *JOR* 2011, 141 m.nt. Grapperhaus (*Organon*); vgl. Calkoen 2011, 301 e.v.

zich met een groot arsenaal aan oligarchische clausules. Oligarchische clausules op hun beurt vergrootten de machteloosheid van aandeelhouders, hun coördinatieproblemen en het absentisme. Zo verzwakte de groei van de onderneming de positie van de AVA en bevorderde deze een accentverschuiving van vennootschap naar onderneming.

Waar de positie van de AVA verzwakte, groeide de machtspositie van het bestuur navenant. Deze positie werd verder versterkt door het enkele feit dat bestuurders leiding geven aan een gegroeide onderneming. De gerichtheid op de onderneming bracht mee dat bestuurders meer oog kregen voor het belang van continuïteit van de onderneming en de belangen van werknemers.

Deze ontwikkelingen vonden geleidelijk hun weerslag in het vennootschapsrecht. De contractuele leer stemde steeds minder overeen met de werkelijkheid. In de plaats daarvan kwam de objectiefrechtelijke, institutionele vennootschapsleer, volgens welke de NV een eigen vennootschapsorde vormt, een deelrechtsorde geregeerd door wet, statuten, reglementen, besluiten en de redelijkheid en billijkheid. In de vennootschapsorde ontleen het bestuur en de RvC hun bevoegdheden niet langer aan de AVA krachtens een verhouding van lastgeving, maar aan de vennootschapsorde zelf. De vennootschapsorganen staan niet langer in een hiërarchische, maar in een functionele verhouding tot elkaar. Het leerstuk van de bestuursautonomie legitimeerde zo de verdere versterking van het bestuur ten koste van de AVA.

De groei van de onderneming leidde voorts tot een veranderde taakopdracht van bestuur en commissarissen. Niet langer moesten zij zich richten op het belang van de gezamenlijke aandeelhouders, maar op dat van de vennootschap en haar onderneming. De structuurwet legitimeerde de gewijzigde taakopvatting van bestuurders en commissarissen die in de praktijk toenemende betekenis hechtten aan de belangen van de onderneming en werknemers. Doordat de nieuwe taakopdracht voor commissarissen niet beperkt was tot de structuurvennootschap, kreeg de verbrede taakopdracht een algemene strekking.

Daarbij berustte de structuurwet op een idealistische visie op de onderneming. Volgens de wetgever is de onderneming niet alleen gericht op het produceren van goederen en/of het leveren van diensten teneinde winst te behalen, maar heeft de onderneming ook een belangrijke sociale functie. De onderneming draagt bij aan de zelfontplooiing van werknemers en fungeert als samenwerkingsgemeenschap van leiding, kapitaal en arbeid. Deze visie op de onderneming, stilzwijgend gestoeld op de verwachting van verdere economische groei bewerkstelligde een verdere relativering van het aandeelhoudersbelang en de positie van de AVA.

Na de moeizame voorgeschiedenis voelde de wetgever zich onvoldoende vrij om het kwetsbare compromis kritisch te beschouwen. De nadelen van de structuurregeling werden, onvoldoende onder ogen gezien. De structuurwet beoogde de oligarchische tendens niet te keren, maar versterkte deze juist.

HOOFDSTUK 7

Als relativerende kanttekening geldt dat veel beurs-NV's destijds waarschijnlijk een meer geconcentreerd aandeelhoudersbestand kenden dan vandaag de dag. Aandeelhouders met een controlerend belang hadden belang bij disciplineren van bestuur en RvC. Het waren vooral externe aandeelhouders die betrekkelijk machteloos waren. Overigens betekende de controle door een of enkele grootaandeelhouders niet dat de belangenverbreding bij deze NV's niet plaatsvond. Integendeel: het was ook de tijdgeest die ertoe noopte dat grote ondernemingen zich mede bekommerden om het welzijn van werknemers en hun familieleden. De Nederlandse vertrouwensamenleving vormde tot slot een stabiele ondertoon, een voorwaarde zonder welke de veranderingen in het vennootschapsrecht niet kunnen worden verklaard.

Hoofdstuk 8. De bodem bereikt: 1971~1985

171 Inleiding. De invoering van de structuurwet, herziening van het enquête- en jaarrekeningenrecht en van de WOR, de invoering van de BV en de implementatie van de Eerste Richtlijn vonden alle binnen enkele jaren plaats. Vervolgens trad een periode van relatieve rust in 'waarin, vermoedelijk tot opluchting van theoretici en practici beiden, gelegenheid [bestond] tot herkauwen en verteren van de zo rijkelijk geboden nieuwe gerechten. De werkzaamheden betreffende de invoering van Boek II B.W. vormen daarbij een passende achtergrondmuziek.'¹

De periode van 1970 tot ongeveer 1985 kan vanuit verschillende perspectieven worden geanalyseerd. Ten opzichte van de voorgaande periode valt een continuïteit waar te nemen in die zin dat de zeggenschap van beursaandeelhouders verder wordt uitgehouden. Bezien vanuit de machtspositie van aandeelhouders hoort deze periode bij het vorige hoofdstuk.

Anderzijds kunnen de jaren '70 ook worden gezien als breuklijn. Sinds ongeveer 1970 tot vandaag de dag heeft de vraag naar toelaatbaarheid van beschermingsaandelen de pennen in beweging gebracht; politieke discussie over de medezeggenschap kwam niet ten einde, maar luwde wel. Daar komt bij dat de structuurherziening mede valt te begrijpen tegen de achtergrond van een groeiverwachting. Vanuit de veronderstelling van economische groei concentreerde het debat zich in de jaren '60 op verdelingsvraagstukken. In de jaren '70 komt aan de vanzelfsprekende groei een einde. De oliecrises, stijgende inflatie en overheidstekorten, beursmalaise, lagere economische groei en zelfs recessie traden in. Bovendien viel de invoering van de structuurwet min of meer samen met de grote sociale veranderingen van het einde van de jaren '60. De gemeenschapsgedachte, die zo duidelijk in de structuurwet tot uitdrukking kwam, was in de jaren '70 op haar retour. Polarisatie trad in: werknemers zagen de onderneming in toenemende mate als instrument voor hun eigen emancipatoire belangen. Van ondernemingen werd verwacht niet alleen met werknemersbelangen rekening te houden, maar ook met die van klanten, toeleveranciers en met algemene belangen zoals het belang bij een goed milieu, welzijn, veiligheid en gezondheid.² Zelfs het winstoogmerk van NV's was niet langer vanzelfsprekend.

1. Wijckerheld Bisdom 1974, 131.

2. Bogers 1980, 15.

Het verslechterde economisch tij dwong aan het begin van de jaren '80 tot een nieuwe zakelijkheid. Bij een groot aantal faillissementen kreeg 'het belang van continuïteit van de onderneming in haar geheel'³ een nieuwe lading én soortelijk gewicht binnen het palet van vennootschappelijke deelbelangen. Het debat werd minder gevoerd vanuit ideologische motieven en meer vanuit een bedrijfseconomisch perspectief. Hoewel het belangenpluralisme niet verdween, veranderde het begrip vennootschapsbelang wel van kleur. Het bestuur moest voortaan mede acht slaan op de belangen van crediteuren, vooral in zwaar weer.

Deze studie behandelt de periode tussen 1970 en het einde van de jaren '80 als een intermezzo. Afgezien van de invoering van Boek 2 BW in 1976 – deze bracht weinig inhoudelijke vernieuwing – deden zich belangrijke vernieuwingen voor, met name op het gebied van kapitaalbescherming, maar deze liggen buiten het bereik van deze studie.⁴ Aan de SER Fusiecode van 1970, gewijzigd in 1971 en 1975 en de implementatie van de Tweede Richtlijn in 1982 worden weinig woorden vuil gemaakt.⁵ Ook bij OGEM, die in 1981 zonder goedkeuring van de aandeelhouders haar onderneming via een sterfhuisconstructie aan haar financiers overdroeg, zal niet afzonderlijk worden stilgestaan.⁶

Dit intermezzo behandelt een fenomeen waarmee Nederland vanaf het einde van de jaren '60 kennis maakte en dat grote gevolgen had voor de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders: de vijandige overname. De nadruk zal liggen op de vraag naar de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen – in het bijzonder de uitgifte van beschermingsaandelen. Technische vragen, bijvoorbeeld als gevolg van de implementatie van de Tweede Richtlijn, zijn elders behandeld en komen maar zijdelings aan de orde.⁷

3. HR 7 juli 1982, *NJ* 1983, 35 m.nt. Ma (*Enka*) waarover Timmerman 1983. Vgl. voorts Timmerman 1978 en Bogers 1980.

4. De wetwijzigingen na 1979 werden zelfs aangeduid als de 'tweede golf' die volgde op die van 1970. De tweede golf bestond o.a. uit de wijzigingen van de WOR, implementatie van de Tweede, Derde en Vierde EG-richtlijn en de anti-misbruikwet. Zie Timmerman 1983.

5. Hierover o.a. Van Solinge 1982 en Voogd 1989, 204 e.v.

6. Volgens Van der Grinten 1982b was hier sprake van een *de facto* ontbinding die slechts met AVA-goedkeuring had mogen plaatsvinden. Slagter 1982 is terughoudender. De enkele verkoop van een *deel* van een onderneming is volgens hem niet zonder meer als een ontbindingsbesluit te beschouwen. Hetzelfde zou gelden voor een besluit tot splitsing, tenzij dit mede inhoudt, dat de niet overgedragen bedrijfsonderdelen worden verkocht of geliquideerd. Wel behoort volgens Slagter de AVA te worden geïnformeerd. Het bestuur zou zich volgens Slagter moeten uitspreken voor liquidatie (in welk geval AVA-goedkeuring vereist is) of voortzetting van de resterende onderdelen. Zoals bekend ging OGEM spoedig failliet. Haar voorzitter K. Fibbe had in *NV* 58 (1980), 32 nog geschreven: 'De positie van de aandeelhouder werd in de open vennootschap teruggebracht tot wat zij in de praktijk reeds lang was: het recht op een dividend wanneer er winst is en het recht tot aan- en verkoop van aandeelbewijzen. Verder slechts schamele resten van wat vroeger de 'macht' van de aandeelhouder was.'

7. Hierover uitvoerig: Voogd 1989, 204 e.v.

172 Vijandige overnames en bescherming. Terwijl het compromis over de structuurherziening in de jaren '60 langzaam gestalte kreeg, ontstond in de VS, het VK, Frankrijk en Duitsland een overnamegolf.⁸ Deze bereikte ook Nederland, met als hoogtepunt in 1972 toen 33 openbare biedingen krachtens de SER Fusiecode werden aangemeld.⁹ Na veertig jaar afwezigheid van internationale fusies waren vanaf 1970 weer enkele Nederlandse vennootschappen betrokken bij internationale fusies en overnames, al hadden de meeste fusies een nationaal karakter.¹⁰

De overnamemarkt was veel minder gereguleerd dan nu: de Ondernemingskamer kon nog niet tussentijds ingrijpen, terwijl de SER Fusiecode enkele belangrijke lacunes bevatte. Weliswaar voorzag de Fusiecode in gedragsregels die een ordelijk overnameproces moesten bevorderen en die vakbonden in staat moesten stellen enige invloed uit te oefenen; maar de code zag niet op een 'sluipende beursoverval', waarbij de overnemende partij heimelijk via de beurs een controlerend belang verwierf zonder een openbaar bod te doen. Bij gebreke aan wettelijke meldingsplichten konden langs deze weg grote belangen worden opgebouwd zonder dat de doelvennootschap hiervan op de hoogte was.

Geconfronteerd met vijandige overnamepogingen zochten NV's naar middelen om zich te verweren. Een populair instrument werd de uitgifte van aandelen aan een bevriende partij. Dit middel werd overigens niet alleen ingezet ter bescherming tegen een overname, maar ook uit meer 'offensieve' motieven, bijvoorbeeld om de macht van een grootaandeelhouder te breken. Op zichzelf was dit instrument geen nieuw verschijnsel.¹¹ Wel nam de uitgifte van aandelen aan het einde van de jaren '60 een grote vlucht, waarbij de onafhankelijkheid van de NV soms welbewust werd opgegeven om uit handen te blijven van een ongewenste partij.¹²

8. Frentrop 2002, 293 e.v.; Frentrop 2013, 143 e.v.

9. Hoyinck & Greve 1990, 24.

10. Sluyterman 2003, 201; Hoyinck & Greve 1990, 33. Fusies en overnames werden vooral gestuwd door de internationale hoogconjunctuur en toegenomen internationale concurrentie. Amerikaanse ondernemingen vestigden zich in Europa, terwijl veel bedrijven door middel van overnames preludeerden op een Europese markt. Overnames moesten bedrijven in staat stellen om binnen korte tijd de schaalgrootte ontwikkelen die nodig was om in een internationale omgeving te concurreren en te innoveren. Hoewel de wens tot vergroting van het marktaandeel aan de meeste overnames ten grondslag lag, werden overnames ook gepleegd om door middel van de vorming van conglomeraten de kwetsbaarheid voor conjunctuurschommelingen te verminderen. Financieel gedreven overnames kwamen nog nauwelijks voor (nr. 183; Sluyterman 2003, 205 e.v.).

11. Denk aan de *Doetinchemse IJzergieterij* waarover nr. 151. Ook waren in 1963 en 1964 al eens aandelen uitgegeven om een onvrijwillige overname te voorkomen. Voor een volledig overzicht, zie Voogd 1989, 197 e.v.

12. Vóór de implementatie van de Tweede Richtlijn kon de emissiebevoegdheid (onder uitsluiting van het voorkeursrecht) voor onbepaalde tijd aan bestuur en/of RvC worden

Aanvankelijk werden vooral gewone aandelen uitgegeven. Hieraan kleefden verschillende bezwaren: het gelijkheidsbeginsel zou meebrengen dat deze aandelen dikwijls boven pari moesten worden uitgegeven, zodat de emissie verhoudingsgewijs duur was. Bovendien werd wel betoogd dat gewone aandelen slechts mochten worden uitgegeven ter versterking van het eigen vermogen; uitgifte specifiek met het oog op een wijziging van de zeggenschapsverhoudingen werd wel gezien als *détournement de pouvoir*.¹³

Aan een optie op preferente aandelen, in 1969 voor het eerst door de Verenigde Machinefabrieken NV verleend, kleefden deze nadelen niet (in gelijke mate):¹⁴ preferente aandelen werden in de meeste gevallen specifiek als beschermingsmiddel in de statuten geïntroduceerd, zodat het argument van *détournement de pouvoir* aan gewicht inboette.¹⁵

Terwijl in de praktijk de ontwikkelingen in een hoog tempo elkaar opvolgden, braken schrijvers en (kort geding-)rechters zich het hoofd over de toelaatbaarheid van de nieuwe beschermingsmiddelen. Onder hoge tijdsdruk moest soms worden gezocht naar een normenkader.

173 Debat over bescherming. Het debat over de toelaatbaarheid van beschermingsaandelen lijkt mede te zijn beïnvloed door de populariteit van het middel in de praktijk. Aanvankelijk overheerste een kritische houding, zoals bij Hellema en Noldus die verdedigden dat sprake was van *détournement de pouvoir*.¹⁶ Het andere uiterste van het spectrum werd ingenomen door Slagter.¹⁷ Hij wijst erop dat Nederland niet het Amerikaanse stelsel kent,

gedelegeerd. Voor deze implementatie werd bovendien aangenomen dat slechts 10% van de nominale som bij uitgifte moest worden gestort (Bloemsma 1973, 228; Van der Grinten 1982a, 38). Als gevolg van de implementatie van de Tweede Richtlijn moet 25% van de nominale waarde, alsmede agio worden gestort, terwijl de emissiebevoegdheid (onder uitsluiting van voorkeursrecht) slechts voor de duur van vijf jaar kan worden gedelegeerd, met dien verstande dat een optierecht een langere looptijd kan hebben (vgl. art. 2:96 en 2:96a BW). Uitvoerig: Voogd 1989, 204 e.v. en 244 e.v.

13. Maeijer 1975, 10; Van Schilfgaarde 1974, 209.

14. Hellema 1969; Frentrop 2013, 145 e.v.

15. De winstpreferentie kon worden gerelateerd aan de rente die de nemer van de aandelen moest betalen ter financiering van zijn aandelen, terwijl voor het overige de preferente aandeelhouders van enige winstgerechtigdheid konden worden uitgesloten. Hierdoor werd bewerkstelligd dat de uitgiftekoers kon geschieden tegen nominale waarde zonder (financieel) benadeling van de overige aandeelhouders. Terwijl de uitgifte geschiedde *a pari*, diende bij de emissie 10% en, vanaf 1981, 25% van de nominale waarde te worden gestort. Sindsdien is de optie op beschermingsprefs als beschermingsmiddel verder verfijnd. Spoedig werd gebruikelijk dat aan een speciale beschermingsstichting een *put/call*-optie werd verleend. Op grond van de *call*-optie kon het bestuur van de beschermingsstichting de emissie bewerkstelligen, terwijl de *put*-optie aan de NV de mogelijkheid gaf om de bescherming in te roepen. (Voogd 1989, 233 e.v.)

16. Noldus 1970, 136; Hellema 1969, 24. Vgl. voorts Goudsmit 1973.

17. Slagter 1974.

waarin aandeelhouders een stemvolmacht aan het bestuur kunnen geven, noch het Duitse stelsel van de bankvolmacht. Nederlandse vennootschappen zijn daarom verhoudingsgewijs kwetsbaar voor een sluipende beursoverval, aldus Slagter. De emissie van beschermingsaandelen is in zijn optiek daarom in beginsel geldig, zo lang de uitgiftekoers zodanig is, dat het vermogensverlies voor de oude aandeelhouders beperkt blijft en de uitgifte geschiedt met het oog op een essentieel belang van de vennootschap. Zij die de uitgifte betwisten dienen volgens Slagter aannemelijk te maken dat zij onevenredig worden benadeeld als gevolg van de emissie, terwijl de rechter het handelen van het bestuur slechts marginaal dient te toetsen.

Een tussenpositie werd ingenomen door Van der Grinten.¹⁸ Hij nam *détournement de pouvoir* tot uitgangspunt, maar liet van aanvang aan ruimte voor een rechtvaardigingsgrond in het belang van de onderneming, haar continuïteit en zelfstandigheid; bescherming tegen manipulaties door aandeelhouders kon in zijn visie ook een rechtvaardigingsgrond opleveren. Het bestuur moet volgens Van der Grinten zijn gedrag rechtvaardigen door aannemelijk te maken dat het handelen geboden was op grond van belangen die het bestuur heeft te behartigen en mogelijk als noodweer tegen ongeoorloofd gedrag van anderen.¹⁹ Wanneer het bestuur misbruik van bevoegdheid maakt is volgens Van der Grinten het uitgiftebesluit in strijd met de goede trouw.

Geleidelijk veranderde hij evenwel van toon en zag hij meer ruimte voor rechtvaardigingsgronden. Dit had alles te maken met de populariteit van het vijandig overnamebod.²⁰ Enkele vijandige biedingen lijken de aanvaardbaarheid van beschermingsprefs te hebben bevorderd en leidden tot een verschuiving van het debat naar de vraag of, en zo ja onder welke omstandigheden een *vijandig bod* toelaatbaar is. Van der Grinten achtte een vijandig bod toelaatbaar indien het bestuur reeds overeenstemming heeft bereikt over een vriendelijk bod met een andere bieder. In die situatie heeft het bestuur de beslissing genomen om de zelfstandigheid van de vennootschap en haar onderneming op te geven. Volgens Van der Grinten impliceert de toelaatbaarheid van een onvriendelijk concurrerend bod dat de uitgifte van beschermingsaandelen in dat geval niet geoorloofd is: het bestuur dat de zelfstandigheid van de NV bereid is op te geven, overschrijdt de grenzen van zijn bevoegdheid, wanneer het zich beschermt tegen een ongevraagd bod van een derde, zo betoogde Van der Grinten.²¹

Dat ligt voor Van der Grinten echter anders in het geval waarin het bestuur de zelfstandigheid van de NV wil behouden en een onvriendelijk bod wordt gedaan:

18. Van der Grinten 1968; Bloemsma 1973, 229.

19. Van der Grinten 1969, 123.

20. Van der Grinten 1974.

21. Van der Grinten 1974 en 1975.

‘Wie aan het economisch verkeer deelneemt, behoort de zelfstandigheid, de eigenheid van de ander te respecteren. Het bestuur van een nv moet zich niet bedreigd weten, doordat een andere vennootschap door middel van overnemen van aandelen daaraan verbonden zeggenschap in de vennootschap verkrijgt. Elk verkeer van mensen (...) eist een zekere vertrouwensbasis, wil het verkeer menselijk humaan zijn. *Homo homini lupus* drukt bepaald niet uit een ideaal van menselijk verkeer, veeleer is het de volste negatie hiervan. Menselijk verkeer eist onderling vertrouwen. Vertrouwen dat men zijn woord gestand doet, doch vertrouwen ook, dat de eigen ‘sfeer’ wordt geëerbiedigd door ieder ander.’²²

Deze opvatting is niet onweersproken gebleven. Maeijer maakte een onderscheid tussen een bod dat werd uitgebracht nadat het bestuur en de bieder geen overeenstemming hadden weten te bereiken en een sluipende overval.²³ In het laatste geval konden beschermingsaandelen volgens Maeijer wel gerechtvaardigd zijn.²⁴ Anders dan Van der Grinten wilde Maeijer echter een onvriendelijk bod, uitgebracht na het mislukken van fusiebesprekingen, op voorhand niet afwijzen.²⁵ Maeijer zag ook positieve aspecten aan een biedingenstrijd: ‘in de werking van ieder marktmechanisme zit ook een objectiverende, regulerende factor: een hogere prijs wordt in de regel niet voor niets geboden, men vertrouwt dat men de onderneming tot meer continuïteit en grotere expansie zal kunnen brengen.’²⁶ Zo lang een biedingenstrijd plaatsvindt volgens de regels van het spel en de factor arbeid (en eventueel het algemeen belang) zich kunnen laten gelden, ziet hij geen principiële bezwaren.

Hoewel Maeijer een dergelijk ongevraagd bod op voorhand niet veroordeelt, lijkt hij anderzijds niet uit te sluiten dat toch beschermingsaandelen worden uitgegeven. In navolging van de in nr. 174 te bespreken jurisprudentie kende hij aan het bestuur een grote beoordelingsvrijheid toe. De handelwijze van het

22. Van der Grinten 1974, 205 en Van der Grinten 1975, 41–42. Ook in latere geschriften zou Van der Grinten getuigen van aversie van vijandige overnames, al moest hij erkennen dat zij (feitelijk) konden plaatsvinden (Van der Grinten 1988 en Van der Grinten 1991). Deze fatsoensregel zou volgens Van der Grinten in de wet of Fusiecode moeten worden vastgelegd. Een dergelijk ongevraagd bod beschouwde hij in beginsel als onrechtmatig (Van der Heijden/Van der Grinten 1976, nr. 87).

23. Maeijer 1975, 10 e.v. Men bedenke dat de Wet Melding Zeggenschapsrecht dateert van 1992.

24. Maeijer 1975, 10–14; Maeijer 1976, 181.

25. De mogelijkheid van een dergelijk onvriendelijk bod ligt besloten in de Fusiecode, terwijl de opvatting van der Grinten de volstrekte zeggenschap aan het bestuur zou geven. (Maeijer 1975, 11)

26. Maeijer 1975, 12.

bestuur en de toetsing van emissiebesluiten dienen door de rechter marginaal te worden getoetst aan de eisen van de goede trouw.²⁷

Met Maeijer meende Van Schilfgaarde dat Van der Grintens opvatting leidde tot een te grote macht voor het bestuur.²⁸ Anderzijds stelde Van Schilfgaarde minder dan Maeijer vertrouwen in het heilzame effect van het marktmechanisme bij een biedingenstrijd en wees hij op het risico van mislukte overnames.²⁹ Van Schilfgaarde bepleitte een doorslaggevende rol voor de OR: het bestuur mag in beginsel slechts meewerken aan een ongevraagd overnamebod met instemming van de OR.³⁰ Evenals Van der Grinten onderscheidde Van Schilfgaarde bovendien tussen een emissie die strekt tot behoud van de onafhankelijkheid van de NV en een emissie die de NV juist in een positie van afhankelijkheid van een derde brengt.³¹

Langs deze lijnen trachtten schrijvers een normerend kader te scheppen. Overheerste aanvankelijk in beginsel de afwijzing, onder invloed van vijandige biedingen verplaatste de discussie zich naar de toelaatbaarheid van vijandige biedingen. In het verlengde ontstond een genuanceerd debat, waarbij geleidelijk meer gewicht werd toegekend aan de beleidsvrijheid van het bestuur bij de emissie van beschermingsaandelen, terwijl het argument van *détournement de pouvoir* aan gewicht inboette.

174 Beschermingsaandelen voor de rechter. In de jaren '70 en begin jaren '80 werden uitgiftes van beschermingsaandelen veelvuldig aan de rechter voorgelegd. Geruchtmakend was de overnamestrijd in 1970 tussen Goodrich en Goodyear om Vredestein. De Nederlandsch-Amerikaansche Autobandenfabriek was een *joint venture* tussen Vredestein (79%) en Goodrich (21%). Vredestein had in verband met deze samenwerking kennis van belangrijke *know how* van Goodrich en had daarom verschillende beschermingsmaatregelen getroffen. Nadat Vredestein een onderhands bod van Goodrich' concurrent Goodyear had ontvangen, stelde zij Goodrich in de gelegenheid om binnen één dag een concurrerend bod uit te brengen. Deze reageerde met een verzoek tot uitstel en door op de beurs 52% van de certificaten Vredestein te verwerven. Vredestein,

27. Maeijer 1976, 182. Maeijer 1975, 10 onderscheidt wel tussen de uitgifte van gewone en van preferente anti-overvalaandelen die als zodanig met medewerking van de AVA in de statuten zijn geïntroduceerd.

28. Van Schilfgaarde 1974.

29. Van Schilfgaarde 1974, 207 dacht vooral aan een overnamestrijd uit defensieve overwegingen, bijv. angst voor verlies van marktaandeel: 'Een materieel gesproken te hoog bod, of een bod op een tijdstip dat de bieder heel slecht uitkomt, kan in een dergelijk geval te prefereren zijn boven een lijdzaam toezien hoe de ander zijn positie verstevigt. Mislukt de reorganisatie, die op de opgedrongen overname volgt, dan zal de in dit spel als koopwaar fungerende onderneming (...) het eerste slachtoffer zijn.'

30. Behoudens beroep op de SER door het bestuur (Van Schilfgaarde 1974, 209).

31. Van Schilfgaarde 1974, 209; Van der Grinten 1975 39 e.v.

stellend dat zij onbekend was met de identiteit van de overvaller, verdubbelde vervolgens het geplaatste kapitaal met een emissie aan Goodyear. Ook Goodyear had inmiddels een substantieel minderheidspakket certificaten ter beurse verworven. In kort geding bevroor de rechter de verhoudingen: Goodyear werd verboden een stem uit te brengen op haar nieuw verworven aandelen, terwijl het verzoek van Goodrich tot royement werd afgewezen.³² In hoger beroep werd dit vonnis onder verbetering van gronden bekrachtigd.³³ Het hof oordeelde enerzijds dat niet kon worden uitgesloten dat het emissiebesluit in een bodemprocedure zou worden vernietigd. Anderzijds viel volgens het hof niet uit te sluiten dat Goodrich in dit geval haar rechten had verwerkt doordat zij heimelijk 52% van het oude kapitaal had vergaard en mogelijkwerwijs had gehandeld in strijd met de goede trouw.

Het hof onderzocht of het middel (de emissie onder uitsluiting van voorkeursrecht) geschikt was om het beoogde doel (bescherming tegen de overval) te bereiken. Daarbij kwam betekenis toe aan het statutaire voorschrift dat het voorkeursrecht slechts in het belang van de aandeelhouders mocht worden uitgesloten. Gelet op een kort voordien beperkte mogelijkheid tot royement van certificaten viel te betwijfelen of het middel daartoe wel geschikt was: het doel werd immers reeds door de beperkte royementsmogelijkheid bereikt. Verder constateerde het hof dat de uitgifte aan Goodyear alle overige aandeelhouders in één klap tot minderheidsaandeelhouders had gemaakt. Het viel daarom te betwijfelen of de RvC in redelijkheid kon menen dat de uitsluiting van het voorkeursrecht het belang van de aandeelhouders diende. Op deze gronden moest rekening worden gehouden met een niet te verwaarlozen kans dat het emissiebesluit in een bodemprocedure zou worden vernietigd.³⁴

In dezelfde periode gaf Reiss & Co aandelen uit aan Bank Mees & Hope. Reiss wenste prioriteitsaandelen in te voeren en stuitte daarbij op tegenstand van grootaandeelhouder Immofarm die een blokkerende minderheidssysteem kon uitoefenen.³⁵ Immofarm deed diverse compromisvoorstellen, die evenwel alle werden afgewezen. Met de aan Mees & Hope uitgegeven aandelen kon Reiss alsnog haar zin doordrijven. In kort geding stelde het hof voorop dat de introductie van prioriteitsaandelen een redelijke grond had.³⁶ Aangezien echter de machtspositie van Immofarm hierdoor werd gebroken, oordeelde het hof dat de emissie ongeoorloofd was, behoudens een rechtvaardigingsgrond. Van een

32. Rb. 's-Gravenhage 22 mei 1970, *NV* 48 (1970), 51 en Rb. 's-Gravenhage 26 juni 1970, *NV* 48 (1970), 82 (*Vredestein*).

33. Hof 's-Gravenhage 15 april 1971, *NJ* 1971, 301 (*Vredestein*).

34. Uiteindelijk kwamen partijen een schikking overeen, als gevolg waarvan *Vredestein* werd overgenomen door Goodrich. (Frentrop 2002, 340)

35. Hof Amsterdam 1 april 1971, *NJ* 1972, 428 (*ImmoFarm/Reiss*).

36. Het hof wees daarbij op het vennootschapsbelang, waaronder het begreep het belang van de gezamenlijke aandeelhouders, de continuïteit van de onderneming, haar zelfstandig voortbestaan, het behoud van haar eigen (Nederlands) karakter en van het personeel.

rechtvaardigingsgrond was naar het oordeel van het hof geen sprake omdat Reiss niet was ingegaan op de niet onredelijke voorstellen van haar grootaandeelhouder Immofarm. Ongetwijfeld zal ook hebben meegespeeld dat dit conflict niet draaide om de zelfstandigheid van de vennootschap en haar onderneming, maar om een poging om de invloed van een grootaandeelhouder te breken. Een rechtvaardigingsgrond voor beschermingsaandelen valt dan minder snel aan te nemen, zo werd ook in de literatuur wel verkondigd (nr. 173).

Kritisch was de rechter ook in *Westertoren I*. Door een emissie aan een bevriende bank beoogde Handelsvereniging Amsterdam (HVA) de invloed van haar 10%-aandeelhouder te neutraliseren. Het bleek hier om een schijnhandeling te gaan, reden waarom de bank kort gezegd werd verboden haar aandeelhoudersrechten uit te oefenen.³⁷

Bovenstaande procedures zouden de indruk kunnen doen postvatten dat de rechter de uitgifte van beschermingsaandelen niet snel goedkeurde. Deze indruk is onjuist. Het ging hier om bijzondere gevallen: volgens de statuten van Vredestein mocht het voorkeursrecht slechts in een bijzonder geval (wanneer het belang van aandeelhouders dit meebrengt) worden uitgesloten; bij *ImmoFarm/Reiss* beoogden de 'beschermingsaandelen' een bestaande grootaandeelhouder buitenspel te zetten, terwijl het bij *Westertoren I* ging om een schijnhandeling. In het algemeen was de (kort geding-)rechter huiverig om wijzigingen aan te brengen in de *status quo*. Vond de emissie plaats ter bescherming tegen een vijandige overname, dan werd de uitgifte van beschermingsaandelen niet snel belemmerd. De rechter confronteerde partijen die een emissie bestreden graag met hun eigen stellingen om een inhoudelijke toetsing uit de weg te gaan. Als inhoudelijke toetsing dan toch onvermijdelijk was, toetste hij doorgaans slechts marginaal. In *Westertoren II*, bijvoorbeeld, had HVA Socfin gevonden als nieuwe partner die de invloed van de onwelgevallige aandeelhouder kon beperken.³⁸ A pari waren nieuwe aandelen aan Socfin uitgegeven op een moment dat de beurskoers beneden pari noteerde. Westertoren zelf erkende het nut van de samenwerking met Socfin. Dit gaf HVA vervolgens een vrijbrief om de emissie zodanig vorm te geven als het bestuur in redelijkheid mocht nuttig achten.

Terughoudend was ook de kort gedingrechter over de plaatsing van aandelen door de *Koninklijke Veenendaalsche Stoomspinnerij en Weverij NV* bij een zakenpartner.³⁹ Evenals in *ImmoFarm/Reiss* werd gepoogd om de macht van directeur/grootaandeelhouder Bottenheim te breken, maar er speelde een relevant verschil: Staflex, aan wie de aandelen waren uitgegeven, had gedreigd

37. Hof Amsterdam 30 maart 1973, *NJ* 1975, 7 (*Westertoren I*). De bank aan wie de aandelen werden uitgegeven was niet gehouden tot storting in contanten, maar volstond met een boeking van het bedrag op een bijzondere rekening bij haarzelf ten name van de HVA, zonder dat HVA deze gelden van deze rekening kon opnemen.

38. Hof Amsterdam 15 november 1973, *NJ* 1975, 8 m.nt. BW (*Westertoren II*).

39. Van der Grinten 1968, 121 e.v.

de profijtelijke samenwerking op te zeggen, als Bottenheim als directeur zou worden gehandhaafd. In kort geding vorderde Bottenheim kort gezegd een verbod op de uitvoering van het uitgiftebesluit.⁴⁰ Naar het oordeel van de president kon de uitgifte onrechtmatig zijn jegens de ‘oude’ aandeelhouders, voor zover de directie en commissarissen met de uitgifte een meerderheidsmacht in de AVA beoogden te creëren. Het was echter de vraag of de handelwijze ook jegens Bottenheim onrechtmatig was, nu ook Bottenheim had getracht een meerderheidsmacht te creëren.⁴¹ Bovendien had de NV aangevoerd dat de samenwerking zo profijtelijk dat deze omwille van het vennootschapsbelang moest worden voortgezet. Naar het oordeel van de president leende dit verweer zich niet voor beantwoording in kort geding, zodat de vordering werd afgewezen. Uiteindelijk bereikten partijen een schikking.

In *KNSM/Jessel* wist de Koninklijke Nederlandsche Stoomboot Maatschappij zich met succes te beschermen tegen de ongewenste avances van de Engelse vennootschap Jessel Ltd.⁴² KNSM had de beschermingsconstructie opgezet in samenwerking met de Amsterdamsche Droogdok-Maatschappij NV. Aan een gemeenschappelijke dochtermaatschappij werden beschermingsprefs uitgegeven in reactie op de sluipende overnamepoging door Jessel. In kort geding vorderde Jessel de vernietiging van het besluit, althans een verbod op het uitbrengen van een stem op de beschermingsprefs. De President stelde voorop dat het bestuur en RvC in beginsel bevoegd waren tot uitgifte van de aandelen, maar daarbij wel het vennootschapsbelang dienden te behartigen. Bestuur en RvC kregen alle ruimte, aldus de president die overwoog:

‘dat waar de rechter ten aanzien van een besluit als het onderhavige slechts een marginale toetsing vermag toe te passen, naar ons voorlopig oordeel niet

40. Rb. Arnhem 22 september 1967, *NV* 45 (1967), 125 m.nt. G (*Veenendaalsche*).

41. De afwijzing op grond van het relativiteitsvereiste baseerde de president op HR 4 januari 1963, *NJ* 1964, 434 m.nt. GJS (*Scholten's Aardappelmeelfabrieken*). In die zaak kon Scholten, grootaandeelhouder van NV Scholten's Aardappelmeelfabrieken, als gevolg van een statutaire stemrechtbeperking de AVA slechts controleren met behulp van stromannen. Bestuur en RvC poogden de zeggenschap van Scholten te doorbreken door de uitgifte van aandelen aan bevriende partijen die op hun beurt ook stromannen inschakelden. Scholten vocht de emissie aan, onder andere betogend dat de uitgifte jegens hem onrechtmatig was; tevoren bezat hij met zijn familie immers een machtspositie die hem door het gebruik van stromannen was ontnomen. Naar het oordeel van de Hoge Raad was de uitgifte van aandelen op zichzelf geoorloofd en kon deze slechts in verband met bijkomende omstandigheden onrechtmatig zijn. Tot die omstandigheden *kan* behoren het oogmerk van RvC en directie om de nemer van de aandelen met behulp van stromannen de AVA te laten controleren. De Hoge Raad liet uiteindelijk in het midden of de emissie ook *in casu* onrechtmatig was. De vordering stuitte namelijk toch al af op het relativiteitsvereiste: de uitgifte was niet onrechtmatig jegens de grootaandeelhouder die zelf gebruik maakt van stromannen, maar slechts jegens hen die door het gebruik van de stromannen in hun rechtmatige belangen worden getroffen.

42. Pres. Rb. Amsterdam 18 maart 1974, *TVVS* 1974, 331 e.v. m.nt. Slagter (*KNSM/Jessel*).

gezegd kan worden dat bestuurders van de KNSM niet in redelijkheid, gelet op de belangen van de vennootschap, tot de genomen beslissing hadden kunnen komen, nu voor goed besturen nog steeds het adagium moet gelden dat dit in hoge mate ‘vooruitzien’ meebrengt.’

De uitkomst verbaast niet in het licht van de slechte naam van beursovervallen; niettemin is de principiële toonzetting opmerkelijk. De president verwierp uitdrukkelijk de door Noldus en Hellema verdedigde opvatting dat de uitgifte van beschermingsaandelen *détournement de pouvoir* opleverde.⁴³

In *PGGM/Wereldhave* probeerde pensioenfonds PGGM de beleggingsmaatschappij Wereldhave over te nemen.⁴⁴ Anders dan bij *KNSM/Jessel* had wel voorafgaand overleg plaatsgevonden. Het pensioenfonds had haar belang in Wereldhave vergroot, waarna deze beschermingsprefs bij een beschermingsstichting plaatste. De President overwoog dat de uitgifte van beschermingsprefs de oude *status quo* van vóór het onvriendelijke bod herstelde. Wanneer de vordering van PGGM, strekkend tot het ongedaan maken van de maatregel, zou worden toegestaan, zou de *status quo* alsnog bedreigd worden. Nu de gevraagde voorzieningen mogelijk onherstelbare gevolgen zouden hebben, viel de belangenafweging uit in het voordeel van Wereldhave.

Hoewel aan dergelijke overwegingen in de bodemprocedure minder gewicht toekwam, bleef de emissie ook in de bodemprocedure overeind.⁴⁵ De rechtbank had onder andere de vraag te beantwoorden of de besluiten strekkend tot de emissie nietig dan wel vernietigbaar zijn wegens strijd met de goede trouw. PGGM had niet bestreden dat Wereldhave gegronde redenen zich tegen een eventueel bod van PGGM actief te verzetten. Hiervan uitgaande onderzocht de rechtbank of de emissie PGGM geen onevenredig nadeel toebracht en beantwoordde deze vraag ontkennend. De rechtbank overwoog nog dat de uitgifte van beschermingsprefs niet als een grote verrassing kan zijn aangekomen, nu algemeen bekend is dat vrijwel alle beurs-NV's dergelijke beschermingsmaatregelen hebben geïntroduceerd. In een zoektocht naar een normatief kader ter beoordeling van de rechtmatigheid van een beschermingswal lijkt de populariteit van het middel een belangrijke rol te spelen.

Ook in *Mook/Mulder Boskoop* stelt de (kort geding-)rechter zich terughoudend op door enerzijds het handelen door de RvC slechts marginaal te toetsen en anderzijds strenge eisen aan de stelplicht van de wederpartij te stellen.⁴⁶ Mulder Boskoop had beschermingsprefs uitgegeven nadat Mook een meerderheid van de aandelen Mulder Boskoop had verworven. In het kort geding ging het onder andere om de vraag of het emissiebesluit nietig was

43. Noldus 1970; Hellema 1969.

44. Pres. Rb. Amsterdam 1 augustus 1983, *KG* 1983, 307 (*PGGM/Wereldhave*).

45. Rb. 's-Gravenhage 19 oktober 1984, *WPNR* 1984/5748 (*PGGM/Wereldhave*).

46. Pres. Rb. 's-Gravenhage 17 mei 1988, *KG* 1988, 250 (*Mook/Mulder Boskoop*).

wegens *détournement de pouvoir*. Als maatstaf hanteerde de President of de RvC, in aanmerking genomen de belangen van de andere betrokkenen, in redelijkheid in het belang van de vennootschap en haar onderneming zou kunnen besluiten tot uitgifte. Naar het oordeel van de President impliceert het gegeven dat de meerderheidspositie van Mook verloren gaat daarom niet dat zonder meer dat het emissiebesluit ongeoorloofd is. De President nam in aanmerking dat onder andere de OR zich tegen de onvriendelijke overname had verzet en dat, kort gezegd, het belang van de onderneming niet was gebaat bij de overname door Mook. Vervolgens kon hij de vordering met een beroep op de stelplicht afwijzen.

De rechter stelde in het algemeen de beleidsvrijheid van het bestuur voorop en plooide zijn overwegingen zo, dat de eisen van de aandeelhouders op de stelplicht konden worden afgedaan. Vooral in kort gedingprocedures, maar ook in bodemprocedures was bovendien de vrees aanwezig dat onomkeerbare stappen werden gezet. Het resultaat was dat de uitgifte van beschermingsprefs in het algemeen effectief was.

175 De bodem bereikt. De invloedpositie van aandeelhouders was, zo blijkt uit het bovenstaande, halverwege de jaren '80 tot een minimum ineengeschrompeld. Welbeschouwd was deze ontwikkeling al ingezet toen de eerste moderne beurs-NV, Koninklijke Olie, haar oligarchische clause invoerde. Geleidelijke spreiding van het aandelenbezit en nieuwe beschermingsconstructies in de vorm van certificaten, voordrachtsrechten en prioriteitsaandelen hadden de positie van aandeelhouders na de oorlog al uitgehold. De herziening van 1971 voegde hieraan de verbreding van de taakopdracht van commissarissen (en bestuurders) en de structuurregeling toe. Vanaf de jaren '70 kwamen daar nog de beschermingsaandelen bij. Deze boden weliswaar niet altijd soelaas, maar wisten dikwijls een overnamestrijd in het voordeel van het zittende bestuur te beslechten. Belangrijker nog was preventieve werking die uitging van een optie aan een beschermingsstichting. De implementatie van de Tweede Richtlijn wist de positie van aandeelhouders in de praktijk niet wezenlijk te versterken. Deze combinatie van factoren versterkte de rationele apathie bij veel aandeelhouders. Bij veel NV's was kortom geen sprake van een machtsevenwicht in die zin dat externe aandeelhouders bereid en in staat waren tegenwicht te bieden aan bestuur en RvC.

Voor zover bekend heeft het ontbreken van machtsevenwicht aanvankelijk niet geleid tot grote problemen bij beurs-NV's. Vanaf de jaren '70 veranderde dit. De invoering van de structuurregeling en de populariteit van beschermingsprefs en beschermingsopties hadden de zeggenschapsbalans verder uit het lood doen slaan. Het verslechterde economisch tij plaatste veel beurs-NV's voor nieuwe uitdagingen. Falend toezicht kwam hierdoor pijnlijk aan de oppervlakte en droeg bij aan grote faillissementen als RSV en OGEM. Ook het gegeven dat vennootschappen aandelen gingen uitgeven teneinde de invloed van bepaalde

bestaande aandeelhouders te neutraliseren, getuigt van een verstoorde balans. Een instrument dat nuttig kan zijn ter bescherming van buitenaf werd offensief ingezet om onwelgevallige aandeelhouders uit te schakelen.

Het volgende deel behandelt de periode waarin geleidelijk onder rechts-economische invloed een tegenbeweging geleidelijk op gang kwam en waarin de positie van aandeelhouders werd versterkt. De combinatie van versterking van de positie van aandeelhouders met grote veranderingen op de kapitaalmarkt leidde in de jaren 2000 er echter toe dat bij sommige NV's de balans opnieuw uit het lood sloeg, dit maal naar de andere kant.

Deel V: Onder rechtseconomisch gesternte

Hoofdstuk 9. Aandeelhouders herwinnen terrein: 1985–2013

176 Inleiding. Naar zijn aard is het vennootschapsrecht altijd sterk beïnvloed door economische ontwikkelingen: het vennootschapsrecht volgt de ontwikkelingen in de handelspraktijk en speelt in op nieuwe behoeften. In zoverre is het rechtsgebied altijd nauw verbonden geweest met de ‘huishoudkunde’, zoals de economie vroeger werd genoemd. Nieuw is wel dat vanaf halverwege de jaren ’80 de *law & economics*-beweging in Nederland invloed begon uit te oefenen. Dat gold niet in de laatste plaats voor het vennootschapsrecht. Van deze ontwikkeling getuigt het vijfde deel.

Dit hoofdstuk beslaat ruim een kwart eeuw waarin de machtspositie van aandeelhouders toenam. Het hoofdstuk vangt aan met een analyse van de *agency*-theorie (of *agency*-leer) die een nieuw paradigma in het vennootschapsrecht introduceerde dat was gericht op aandeelhouderswaarde en het tegengaan van tegenstrijdige belangen. Hoofdpijnen van deze theorie zijn al in de inleiding aan de orde gekomen (nr. 7 e.v.); dit hoofdstuk diept enkele aspecten verder uit. Na een schets van het theoretisch kader (§ 9.1.1) volgt een analyse van enkele veronderstellingen die aan deze theorie ten grondslag liggen (§ 9.1.2), de voorgestelde oplossingen ter beperking van *agency*-kosten (§ 9.1.3) en enkele kanttekeningen bij de *agency*-theorie (§ 9.1.4).

Het tweede deel van dit hoofdstuk stelt Nederland centraal en vervolgt waar hoofdstuk 8 is geëindigd: met de constatering dat behoefte bestond aan een nieuw evenwicht tussen de vennootschapsorganen door middel van een versterking van de positie van de AVA. Onderzocht wordt welke factoren hebben bijgedragen aan een verschuiving van het machtsevenwicht (§ 9.2.1). Vervolgens analyseert § 9.2.2 hoe het vennootschapsrecht met de snelle opkomst van het offensieve aandeelhoudersactivisme tijdelijk het evenwicht verloor. De paragraaf wordt afgesloten met een tegenbeweging die vanaf 2007 het evenwicht tussen de verschillende organen poogde te hervinden.

De hier behandelde periode heeft geleid tot een overvloed aan literatuur die niet allemaal aan de orde komt. Dat geldt zelfs voor de *elephant in the room*, ABN AMRO, waarover ik eerder schreef.¹ Ik verwijs naar enkele

1. De Jongh 2007b. Voorts Overkleef 2012 met talloze verwijzingen.

overzichtsartikelen en veronderstel dat de lezer op hoofdlijnen bekend is met de belangrijkste ontwikkelingen.²

9.1 De Agency-theorie als nieuw vennootschapsparadigma

9.1.1 Hoofdlijnen

177 Opkomst van de *agency*-theorie. Terwijl in Nederland de structuurwet gestalte kreeg, opende Milton Friedman in een beroemd geworden essay in de New York Times de aanval op *social responsibility*.³ Friedman maakte bezwaar tegen de gedachte dat '*business has a 'social conscience' and takes seriously its responsibilities for providing employment, eliminating discrimination, avoiding pollution and whatever else may be the catchwords of the contemporary crop of reformers.*'⁴ Dergelijke doelen mogen wellicht nastrevenswaardig zijn voor bestuurders persoonlijk, in hoedanigheid van bestuurders gaat het niet aan dat zij hun persoonlijke politieke doeleinden nastreven die zij als burger langs het politieke proces niet kunnen verwezenlijken. Wanneer de taakopdracht van bestuurders bovendien wordt verbreed, aan wie kunnen zij verantwoording afleggen over hun afweging van uiteenlopende belangen?⁵ En hoe kunnen zij verantwoorden hoe veel geld wordt besteed aan andere doelen dan winstmaximalisatie, zo vroeg Friedman zich retorisch af. Friedman:

'In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom.'⁶

Daarmee zette Friedman, de latere Nobelprijswinnaar voor de economie, economisch adviseur van Reagan en Pinochet en invloedrijk onder Thatchers adviseurs, de toon voor het Anglo-Amerikaanse debat in de volgende decennia. Aan de Chicago School of Economics, waar Friedman doceerde, zouden Jensen, Meckling, Fame en anderen de *agency*-theorie van Steinitzer (nr. 124) heruitvinden en uitwerken.⁷

2. Assink 2009; Overkleef 2012; De Jongh 2007a.

3. Friedman 1970.

4. Friedman 1970.

5. Overigens achtte Friedman 1970 maatschappelijk verantwoord ondernemen wel denkbaar uit oogpunt van welbegrepen eigenbelang.

6. Friedman 1970.

7. Steinitzer 1908; Jensen & Meckling 1976. Voor verdere achtergronden: Frentrop 2013, 149 e.v.

Kenmerkend voor neoklassieke *agency*-denkers is hun (rechts-)economisch perspectief. Dit perspectief leidt tot reductionistische modellen. De reductie van complexe vennootschapsverhoudingen tot eenvoudige *agency*-relaties vormt een ontegenzeggelijke kracht die heeft bijgedragen aan het succes van de theorie. De modellen die een vereenvoudigd beeld van de werkelijkheid geven behoeven niet te lijden aan de inherente zwakte ervan: dat zij niet de gehele werkelijkheid beschrijven. *Mits* modellen worden beschouwd als wat zij zijn: *modellen*, vereenvoudigingen van de werkelijkheid.

Kenmerkend voor veel *agency*-modellen is dat zij in belangrijke mate lijken te abstraheren van de sociaal-economische context. Stilzwijgend wordt echter veelal uitgegaan van de Amerikaanse context die aanmerkelijk verschilt van de Nederlandse. De Amerikaanse aandelenmarkt wordt getypeerd door een gespreid aandelenbezit, geringe zeggenschap voor aandeelhouders, gedetailleerde marktregulering en disciplinerende via de overnamemarkt en *class actions*. De probleemanalyse en voorgestelde oplossingen zijn dikwijls (soms wellicht onbewust) toegesneden op de Amerikaanse situatie, terwijl schrijvers er een universele geldigheid aan toekennen.⁸

De *agency*-leer onderscheidt niet tussen rechtspersoon, vennootschap en onderneming; deze worden afwisselend aangeduid als (*private*) *corporation* of *firm*. De *agency*-theorie beschouwt de vennootschap als contract. Maar deze contractuele leer moet niet worden verward met die van Berle en Means (nr. 143) of met de Nederlandse contractuele leer van voor de Tweede Wereldoorlog (nr. 133 en 151 e.v.).⁹ Rechtseconomen als Jensen, Meckling en Fama zijn *contractarians* in een heel ander opzicht. Onder *contract* verstaan zij iedere verplichting, ongeacht of deze is ontsproten uit de wet, statuten of overeenkomst. *The private corporation or firm*, zo betoogden zij evenals Steinitzer, is niets anders dan een door het recht geschapen fictie teneinde te fungeren als ‘knooppunt van overeenkomsten’, als *Kette* of *Zyklus von Verträge*, als *nexus of contracts*.¹⁰ Deze fictie strekt ertoe een ‘centrale kapstok’ te creëren die fungeert als wederpartij van aandeelhouders, werknemers, afnemers, toeleveranciers, financiers en anderen die staan in een rechtsverhouding tot de rechtspersoon. Als zodanig is een rechtspersoon echter niets: ‘*Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals (...) serves to make it clear that the personalization of the firm implied by asking questions such as ‘what should be the objective function of the firm’, or ‘does the firm have a social responsibility’ is seriously misleading. The firm is not an individual.*’¹¹ Volgens Jensen en Meckling is het daarom

8. Zie bijvoorbeeld het essay van Hansmann en Kraakman over het einde van het vennootschapsrecht (Hansmann & Kraakman 2001).

9. Vgl. De Kluiver 2013, 87.

10. Jensen & Meckling, 1976, 331.

11. Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook & Fischel 1991, 12 e.v.

even misleidend te spreken van een rechtspersoon als individu als over ‘de markt’ als persoon. Een rechtspersoon is slechts de resultante van een ingewikkeld onderhandelingsproces tussen verschillende marktactoren.¹²

In het spectrum tussen eenheid en verscheidenheid gaat de *agency*-theorie dus uit van een extreem individualistisch perspectief: het geheel is niets dan een knooppunt van afzonderlijke ‘contracten’. De hele theorie is gebouwd op een analyse van de verhouding tussen de individuele ‘contractanten.’ Daardoor bestaat weinig aandacht voor de vraag onder welke omstandigheden het geheel meer zou kunnen zijn dan de som der delen.

In de verhoudingen tussen de vennootschap en al haar wederpartijen kunnen *agency*-problemen ontstaan (nr. 7 e.v.). Volgens de *agency*-theorie is er echter een principieel verschil tussen de rechtsverhouding van vennootschap en aandeelhouders enerzijds en anderzijds de verhouding tussen vennootschap met andere contractspartijen. Uitsluitend aandeelhouders dragen namelijk het zogenaamde *residual risk*: de waarde van hun aandeel (de contante waarde van hetgeen zij in de toekomst als aandeelhouder verwachten te ontvangen) is geheel afhankelijk van het succes van de vennootschap.¹³ De hoogte van het *residual risk* valt tevoren niet contractueel vast te leggen. Hierin verschilt de positie van aandeelhouders van contractuele wederpartijen van de vennootschap: deze hebben, zoals Steinitzer het in 1908 verwoordde, weliswaar een belang bij het welvaren van de vennootschap, maar dit belang is slechts indirect, omdat het is beperkt tot de overeengekomen wederprestatie. ‘Normale’ contractspartijen zijn in staat hun wederzijdse rechten en verplichtingen contractueel vast te leggen voor zover deze niet reeds worden beschermd door bijvoorbeeld het faillissementsrecht of het arbeidsrecht. En voor zover contracten met normale wederpartijen hierin niet voorzien berust dit klaarblijkelijk op een welbewuste keuze.¹⁴ Omdat de belangen van contractspartijen slechts beperkt zijn tot de voldoening van hetgeen tevoren is overeengekomen, hebben zij slechts een beperkt belang bij het succes van de vennootschap. Hierin verschilt de positie van aandeelhouders als *residual claimants*: het ‘contract’ tussen aandeelhouder en vennootschap is open in die zin dat de hoogte van de *residual claim* van aandeelhouders op de vennootschap tevoren niet vaststaat en volledig afhankelijk is van het bedrijfsresultaat.

Wanneer men aanneemt dat *agency*-kosten kunnen ontstaan zowel in de verhouding met *residual claimants* als met ‘andere’ *claimants*, dan is het volgens de *agency*-leer efficiënt, wanneer het doen en laten van de vennootschap wordt afgestemd op de belangen van de *residual claimants*. Niet omdat de belangen van anderen irrelevant zouden zijn, maar omdat de maximalisering

12. Jensen & Meckling, 1976.

13. Black 2001; vgl. voorts Fama & Jensen 1983, 302 e.v.; Easterbrook & Fischel 1991, 11; Mayer 2013, 28 e.v.

14. Vgl. Winter 2007, 132.

van aandeelhouderswaarde zou impliceren dat ook de vorderingen van de ‘andere’ crediteuren zijn voldaan. Wanneer de laatsten in de rij aan de beurt komen, hebben degenen die voorgingen al gekregen wat hen toekomt.¹⁵ Langs deze weg zou het primaat van het aandeelhoudersbelang een maatschappelijk belang dienen, namelijk dat vennootschappen zo veel mogelijk waarde creëren.

De gerichtheid op het aandeelhoudersbelang dient nog een ander doel: het geeft bestuurders een heldere taakopdracht en verschaft een duidelijk kader aan de hand waarvan zij kunnen worden beoordeeld. In een pluralistisch vennootschapsrecht zullen bestuurders daarentegen verschillende belangen tegen elkaar moeten afwegen en kunnen zij niet langer op hun keuzes worden afgerekend. *Agency*-kosten zullen hierdoor stijgen: ‘*a manager told to serve two masters (...) has been freed of both and is answerable to neither.*’¹⁶

De *agency*-theorie claimt niet alleen met een gerichtheid op het aandeelhoudersbelang de belangen van andere belanghebbenden te dienen, ook de maatschappij als geheel is ermee gediend wanneer aandeelhouderswaarde wordt gemaximaliseerd. Hoge koersen vormen immers langs verschillende wegen een stimulans voor de economie, terwijl hoge uitkeringen aan aandeelhouders middelen vrijmaken om elders efficiënt te worden ingezet. Sturing op aandeelhouderswaarde, kortom, is volgens de *agency*-theorie het meest efficiënte mechanisme om *agency*-kosten binnen de onderneming te beperken, de belangen van andere belanghebbenden te dienen en om welvaart in brede zin te maximaliseren. Het vennootschapsrecht moet er volgens Jensen daarom voor zorgen dat vennootschappen zo veel mogelijk vrije kasstromen ‘uitbraken’ (*disgorge*) aan hun aandeelhouders:

‘Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies.’¹⁷

15. Steinitzer 1908, 50 e.v.; Easterbrook & Fischel 1991, 38; Keay 2011, 65. Kraakman e.a. 2009, 28: ‘[F]ocusing principally on the maximization of shareholder returns is, in general, the best means by which corporate law can serve the broader goal of advancing overall social welfare. In general, creditors, workers, and customers will consent to deal with a corporation only if they expect themselves to be better off as a result. Consequently, the corporation – and, in particular, its shareholders, as the firm’s residual claimants and risk-bearers – have a direct pecuniary interest in making sure that corporate transactions are beneficial, not just to the shareholders, but to all parties who deal with the firm.’

16. Easterbrook & Fischel 1991, 38.

17. Jensen 1986, 323.

Dit citaat illustreert hoe *agency*-denkers vanuit een negatieve blik onderzoeken hoe verspilling kan worden tegengegaan, zulks ten koste van aandacht voor de vraag hoe de onderneming in positieve zin welvaart kan genereren.¹⁸ Dit perspectief bergt het risico in zich dat het belang van langetermijninvesteringen en van *capital lock in* (waarover nr. 2) worden onderschat.¹⁹ De door Jensen voorgestane strategie berust overigens op een belangrijke (impliciete) veronderstelling: dat het rendement op investeringen vooraf kan worden vastgesteld. De nadruk op het uitbraken van vrije kasstromen beloofde niet veel goeds voor de waardering van investeringen met een inherent onzeker rendement. Besteedden S&P500-bedrijven in 1983 nog vijf maal meer aan O&O dan aan aandeleninkopen, in 2006 waren de verhoudingen meer dan omgekeerd: S&P500-bedrijven besteedden 2,3 maal meer aan aandeleninkopen dan aan O&O (over kortetermijngedrag en de gevolgen daarvan, zie § 10.2).²⁰

178 *Residual risk en stemrecht.* De hoedanigheid van aandeelhouders als *residual claimants* werkt niet alleen door in de taakopdracht van de bestuurders, maar geeft ook een rechtvaardiging voor het stemrecht.²¹ Contractuele wederpartijen zoals crediteuren en werknemers missen voldoende belang om belangrijke beslissingen over de vennootschap te nemen. De hoogte van hun vorderingen op de vennootschap vloeit immers voort uit een tevoren gesloten overeenkomst; de vraag of bijvoorbeeld een investeringsbeslissing goed of verkeerd uitpakt, heeft daarom geen of nauwelijks invloed op de hoogte van een vordering van een crediteur op de vennootschap. Hierin verschilt hun positie van die van de aandeelhouders wier *residual claim* fluctueert met het succes of falen van de vennootschap. Gelet op de aard van de *residual claim* is het daarom volgens de *agency*-theorie het meest efficiënt de uiteindelijke zeggenschap in handen van de *residual claimant* te leggen.²²

Uit de koppeling van het stemrecht en de *residual claim* volgt bovendien dat de omvang van het stemrecht wordt gerelateerd aan het aantal aandelen, sindsdien aangeduid als *één aandeel, één stem* (*one share, one vote*; OSOV).²³ Uit deze koppeling volgt volgens Easterbrook en Fischel eveneens de afwijzing van de koop van het stemrecht los van het aandeel.²⁴ De afwijzing door Easterbrook en Fischel van stemmenkoop moet overigens niet als een principiële verwerping

18. In vergelijkbare zin: Strine 2006, 1764, geciteerd in nr. 185; Bainbridge 2012, 24; Lazonick 2010, 156 e.v.; Keay 2011, 53.

19. Stout 2012.

20. Lazonick 2007, 989.

21. Easterbrook & Fischel 1991, 67 e.v.

22. Hansmann 1988; Easterbrook & Fischel 1991, 68.

23. Easterbrook & Fischel 1991, 72 e.v. In nr. 214 zal ik kritische kanttekeningen plaatsen bij consequente doorvoering van *een aandeel, een stem*.

24. Easterbrook & Fischel 1991, 74 e.v. Over *empty voting*, een moderne vorm van stemmenkoop, zie nr. 197.

worden begrepen. Dit hangt samen met hun utilitaristische benadering van het recht die ook terugkomt in de grondslag voor het stemrecht van aandeelhouders: *‘[a]s long as each share has an equal chance of participating in a winning coalition, the gains from monitoring will be apportioned so as to preserve appropriate incentives at the margin.’*²⁵

Ik plaats twee kanttekeningen bij deze grondslag voor het stemrecht. Hoewel de aanduiding van aandeelhouders als *residual claimants* m.i. om verschillende redenen misleidend is (nr. 187), meen ik met Easterbrook en Fischel dat een grondslag voor het stemrecht kan worden gevonden in de vijfde karakteristiek van de kapitaalvennootschap: het gegeven dat de winsten en het liquidatie-overschot uiteindelijk aan de aandeelhouders toekomen (nr. 6) en in het feit dat aandeelhouders in beginsel een groot deel van het ondernemersrisico dragen. Ik heb echter bedenkingen bij de utilitaristische redenering van Easterbrook en Fischel.²⁶ Het stemrecht is de aandeelhouder naar mijn inzicht niet gegeven om een efficiënte vorm van toezicht te organiseren. Een aandeelhouder houdt een aandeel voor eigen rekening en risico. Om in zijn eigen belang de risico’s die aan dit aandeel zijn verbonden zo veel mogelijk te beperken en de opbrengsten te maximaliseren, mag een aandeelhouder zeggenschap uitoefenen, in beginsel in zijn eigen belang.²⁷

Dat betekent niet dat ik in het geheel geen ruimte zie voor utilitaristische argumenten bij het zoeken van een grondslag voor het stemrecht. Easterbrook en Fischel stellen terecht dat de uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders een algemeen belang kan dienen. Het is een taak van het vennootschapsrecht om te bevorderen dat aandeelhoudersbelangen en het vennootschapsbelang, of zelfs het algemeen belang zo veel mogelijk in elkaars verlengde liggen, opdat de uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders ook werkelijk het vennootschaps- of het algemeen belang dient, althans niet schaadt. Maar het gaat mij ver om hierin een zelfstandige grondslag voor het stemrecht te zoeken.

Voor een goed begrip van de *agency*-theorie is het dienstig om enkele veronderstellingen die eraan ten grondslag liggen nader uit te diepen. De nadruk op *agency*-kosten en belangenconflicten valt te verklaren vanuit de veronderstelling dat de vennootschapsactoren zich gedragen als een *homo economicus*, de

25. Easterbrook & Fischel 1991, 70. Voorts p. 73: *‘Votes follow the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest cares an equal voting right, there will be a needless agency cost of management.’*

26. Het utilitaristisch principe leidt uiteindelijk tot het opofferen van rechten van individuen ten gunste van het collectieve belang (vgl. Sandel 2009, 37 e.v.). Schild 2012, 85: *‘Een utilitarist moet een oplossing zien te bedenken voor het probleem dat je volgens de greatest happiness for the greatest number-regel na een ernstig misdrijf een onschuldig persoon moet opsluiten wanneer de overige inwoners van het land daardoor een veiliger gevoel krijgen.’*

27. HR 30 juni 1944, NJ 1944/45, 465 (*Wennex*), HR 13 november 1959, NJ 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 (*Aurora*).

rationele mens die, niet gehinderd door morele overwegingen, zijn (financiële) eigenbelang zal nastreven. Zowel de uitsluitende gerichtheid op het eigenbelang van de mens als zijn rationaliteit worden achtereenvolgens belicht. In de *agency*-theorie speelt voorts de hypothese van een efficiënte markt een grote rol; ook wordt verondersteld dat externe effecten via regulering worden geneutraliseerd. Alvorens enkele in de *agency*-theorie voorgedragen oplossingen te behandelen (§ 9.1.3), gaat de volgende paragraaf in op de belangrijkste veronderstellingen.

9.1.2 Enkele veronderstellingen

*The world certainly has its share of Hamlets, Macbeths, Lears and Othellos. The coolly rational types may fill our textbooks, but the world is richer.*²⁸

179 Rationaliteit, redelijkheid en de *homo economicus*. “Where is the railway station?” he asks me. “There,” I say, pointing at the post office, “and would you please post this letter for me on the way?” “Yes,” he says, determined to open the envelope and check whether it contains something valuable.²⁹ De *homo economicus*, grondslag voor tal van economische modellen, verschilt van zijn juridische evenknie. De economische mens is *rationeel*, de juridische maatman *redelijk*.³⁰

De rationele mens handelt consistent, (intern) logisch, maar rationaliteit op zichzelf biedt nog geen normatieve richting; het begrip rationaliteit behoort niet tot het ethische domein.³¹ Wie rationeel handelt, legt voldoende (niet onlogische) redenen aan zijn gedrag ten grondslag gegeven het doel dat hij nastreeft. Maar dat zegt niets over de aard van dit doel. Zo handelde Mandela rationeel door gesprekken aan te gaan die zouden leiden tot het einde van de apartheid. Stalin handelde ook rationeel door de Russische industrialisatie een impuls te geven in de Goelag Archipel. Zelfs een opportunist kan rationeel handelen vanuit zijn opportunisme. In de economische wetenschap heeft de rationaliteit van de *homo economicus* echter wel degelijk een kleur gekregen: hij is

28. Sen 1987, 11.

29. Sen 1977, 332.

30. Over de verhouding tussen *reason* en *rationality* uitvoerig: Elster 2009. Een discussie over de taalgrenzen heen wordt bemoeilijkt doordat de begrippen telkens een iets andere kleur hebben. Elster 2009 (*Reason and Rationality*) is de vertaling van een oorspronkelijk Franse rede, getiteld *Raison et raisons*. Anders dan het Nederlands, kent het Frans geen duidelijk vocabulaire dat onderscheidt tussen *rede* en *redelijkheid*; *raison* betekent beide, *équité* is eerder verwant aan billijkheid, terwijl *raisonnabilité* weinig wordt gebruikt. Het Duits behelpt zich voor wat betreft *redelijkheid* met *Vernünftigkeit*, *Angemessenheit*, *Berechtigung* of *Zumutbarkeit*.

31. Vgl. Sedláček 2012, 247 e.v. die, voortbouwend op Hume en Kant, onderstreept dat rede (ratio) alleen niet voldoende is om iemand in beweging te krijgen: ‘De rede [ratio] weet zelf niet hoe ze onze voorkeuren moet ordenen teneinde ons tot handelen aan te sporen.’ (Sedláček 2012, 248); Vgl. Assink 2007, 61 e.v.

verworden tot een rationele egoïstische mens, met een bijzondere voorliefde voor geld, ‘*close to being a social moron*’.³²

Anders dan het begrip rationaliteit heeft het begrip redelijkheid geen amoreel karakter: terwijl rationeel handelen niet onverenigbaar is met kwade trouw, sluit redelijk handelen kwade trouw uit. Redelijkheid behoort tot het deel van het rationele domein dat in ethische zin neutraal of gematigd altruïstisch gekleurd is: het veronderstelt rationeel handelen onder zekere inachtneming van de belangen van anderen.³³ De redelijke mens bevolkt het brede gebied tussen deze *homo economicus* en de barmhartige Samaritaan: rationeel handelend, zijn eigenbelang tot uitgangspunt nemend, maar in staat tot reflectie over zichzelf in relatie tot de naaste en in zekere mate bereid om aan deze reflectie consequenties voor zijn handelen te verbinden.³⁴

Hieruit vloeit voort dat de redelijke mens ten minste enkele minimale zorgvuldigheidsnormen jegens derden zal betrachten: hij zal zijn bevoegdheden niet misbruiken (art. 3:13 BW) en zich evenmin schuldig maken aan bedreiging, bedrog of misbruik van omstandigheden (art. 3:44 BW) of aan verwijtbaar gedrag. Daarenboven is de redelijke mens bereid om een stapje opzij te doen, indien de rechten of de rechtens te respecteren belangen van anderen daartoe nopen.³⁵ De mate waarin deze andere belangen de doorslag zullen geven, hangt af van de omstandigheden van het geval: afhankelijk van de aard en het gewicht van de eigen in het geding zijnde belangen, de aard van de relatie tot de naaste, diens nabijheid en afhankelijkheid, de aanwezigheid van alternatieven en de overige omstandigheden van het geval, worden aan de redelijke mens hogere of lagere eisen jegens derden gesteld of zorgplichten worden opgelegd (nr. 218).³⁶ In bijzondere verhoudingen geldt een strengere maatman en moet hij zich gedragen als *bonus pater familias* die over andermans zaken het beheer voert *quam in suis*.³⁷

32. Sen 1977, 336.

33. In het publiekrecht en de (politieke) filosofie kan het begrip redelijkheid een wat bredere connotatie hebben en o.a. inachtneming van het algemeen belang en toekomstige generaties veronderstellen. Ik gebruik hier het begrip redelijkheid in haar privaatrechtelijke betekenis.

34. Vgl. Sen 2009, 197; Lydenberg 2013. Ik put op dit punt inspiratie uit Tjong Tjin Tai 2007, 146 e.v. en 99. Deze heeft een grondslag voor buitencontractuele zorgplichten gevonden in de *nabijheid* (in de zin van invloed kunnen hebben op de oorzaak of het voorval), alsmede in de *afhankelijkheid*. Tjong Tjin Tai constateert dat eenieder onvermijdelijk bloot staat aan de mogelijke aantasting van zijn belangen door derden; eenieder is kwetsbaar voor aantasting, die eenieder afhankelijk maakt van het goede gedrag van derden tegenover zijn belangen. De maatschappij kan, zo betoogt Tjong Tjin Tai, alleen behoorlijk functioneren als we ervan mogen uitgaan dat onze medemensen redelijke inspanningen betrachten om schade aan onze belangen te voorkomen. Zie De Jongh 2011b en 2012b.

35. Vgl. Nieuwenhuis 1997, 7 e.v.

36. Uitvoerig Tjong Tjin Tai 2007.

37. Uitvoerig Tjong Tjin Tai 2007.

Rationaliteit sluit evenmin als redelijkheid een belangenafweging uit. Een belangenafweging voltrekt zich gedeeltelijk langs rationele weg, maar zal daarnaast vaak een subjectief element impliceren: de subjectieve weging is niet zozeer in strijd met rationaliteit, maar beweegt zich veeleer *buiten* het domein van de rationaliteit (logica). Dit subjectieve element wordt vaak in rechte erkend doordat twee tegenovergestelde of alternatieve uitkomsten beide als rationeel of, beter *niet irrationeel* worden gekwalificeerd. Vaak ook overweegt de rechter dat twee alternatieve of tegenovergestelde keuzes beide redelijk kunnen worden geacht, in redelijkheid vallen te verdedigen. Toch vallen een rationele en een redelijke belangenafweging niet geheel samen: een *redelijke* belangenafweging veronderstelt dat daarin in beginsel ruimte is voor andere overwegingen dan het (welbegrepen) eigenbelang. Ten aanzien van een *rationele* belangenafweging geldt slechts dat andere overwegingen dan het (welbegrepen) eigenbelang *niet worden uitgesloten*.³⁸

De verschillende maatmannen in de economische en rechtswetenschappelijke disciplines vallen maar zeer ten dele te verklaren uit het feit dat de economische wetenschap een meer empirisch karakter heeft dan de juridische. Toen de *homo economicus* in de jaren '80 en '90 zijn hoogtijdagen nog moest beleven stelde Sen al: '*Economic theory has been much preoccupied with this rational fool decked in the glory of his one all-purpose preference ordering*'.³⁹ zijn eigen financiële belang.

De uitvinding van de *homo economicus* zou niet eens grote consequenties hebben gehad, wanneer deze slechts in het descriptieve domein zou opduiken. In dat geval was de slotsom geweest dat de *homo economicus* weliswaar in iedere organisatie voorkomt, dat de rationele op eigen belang gerichte mentaliteit vooral in een anonieme financiële omgeving valt waar te nemen, dat iedereen zo nu en dan het gedrag van een *homo economicus* vertoont, maar dat deze maatman tekortschiet om alle menselijke gedragingen te beschrijven. Empathie en altruïsme, al dan niet uit welbegrepen eigenbelang, zijn immers

38. Voortbouwend op de jurisprudentie in Delaware en in de context van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag hanteert Assink 2007, 61 e.v. de begrippen rationaliteit en redelijkheid in een andere betekenis. Rationeel gedrag is gedrag waarvoor alle omstandigheden van het geval indachtig ten minste een logische verklaring te signaleren valt. Omgekeerd kan uit irrationaliteit volgens Assink de afwezigheid van goede trouw worden geconstrueerd. Redelijk gedrag is volgens hem rationeel gedrag dat bovendien per saldo ook voldoende verdedigbaar, verstandig of wenselijk is. Omdat het begrip rationaliteit m.i. een amoreel karakter heeft, kan uit irrationeel handelen n.m.m. geen kwade trouw worden afgeleid. Dat laat onverlet dat Assinks stelling in de door hem gehanteerde procedurele context wel degelijk haar waarde kan hebben: wanneer een bepaalde gedraging voor een bestuurder te goeder trouw niet rationeel te verklaren valt, kan de rechter hieruit onder omstandigheden (voorshands) het ontbreken van goede trouw afleiden. In essentie komt het oordeel er dan op neer dat het handelen van een bestuurder slechts rationeel verklaarbaar is, indien men kwade trouw of deloyaliteit veronderstelt. Zie voorts Assink 2007, 288 e.v.; 547 e.v.; 544.

39. Sen 1977, 336.

óók menselijke eigenschappen.⁴⁰ Afhankelijk van de sociale context kunnen deze eigenschappen worden gecultiveerd, of juist de kop ingedrukt.

Een zekere gerichtheid op eigenbelang behoeft niet altijd een probleem te zijn: sinds Mandeville en Adam Smith wordt onderkend dat eigenbelang heel goed het algemeen belang kan bevorderen. Maar Smith's maatman was niet zo extreem als de *homo economicus*; hij betoogde ook dat '*to restrain our selfish, and to indulge our benevolent affections, constitutes the perfection of human nature.*'⁴¹

Problematisch is echter dat de *agency*-theorie meer wil zijn dan een descriptieve theorie: zij claimt oplossingen in huis te hebben die leiden tot welvaartsmaximalisatie. Op deze claim berust ook haar aantrekkingskracht. Wanneer aan deze normatieve agenda een extreme maatman ten grondslag ligt, kan dit schadelijke gevolgen hebben: ook de remedies die de theorie voorstelt berusten op een inadequate maatman. Niet alleen kunnen daardoor de voorgestelde remedies aan effectiviteit inboeten, de *homo economicus* die wordt verondersteld bedreigt ook het vertrouwen dat op alle niveaus in de maatschappij noodzakelijk is en bijdraagt aan economische groei.⁴²

Jensen en Meckling zagen weliswaar goed dat de mens creatief is en zijn gedrag afstemt op wisselende omstandigheden,⁴³ maar zij verloren uit het oog dat dit niet alleen geldt voor het specifieke eigenbelang waarop de rationele mens zijn handelen afstemt: dat geldt ook voor de *mate waarin* hij is gericht op zijn eigenbelang. In een *low trust*-omgeving zal de gemiddelde persoon zijn gedragingen meer op zijn (eng op te vatten) eigenbelang richten; in een vertrouwensomgeving zal men eerder opofferingsbereid zijn en zijn eng

40. De Waal 2013.

41. Smith 1761, 32. Sedláček 2012, 219–250 gaat uitvoerig in op het handelen uit eigenbelang bij Mandeville en Smith. Sedláček laat zien dat Mandeville, in zijn *Fable of the bees* (1724) sprekend van *private vices, publick benefits*, handelen uit eigenbelang uit oogpunt van *Gesinnungsethik* weliswaar negatief waardeert, maar juist positief waardeert vanuit het perspectief van *Verantwortungsethik*. Smith daarentegen waardeerde handelen uit eigenbelang vanuit het oogpunt van *Gesinnungsethik* niet *per se* negatief. Hij meende evenwel dat de mens niet uitsluitend handelt uit eigenbelang, maar ook kan handelen vanuit genegenheid voor de medemens. Daarom, zo betoogt Sedláček 2012, wordt de *homo economicus* ten onrechte wel aan Smith toegeschreven.

42. Vgl. Brennan 1994.

43. Jensen & Meckling 1994 omarmden de *homo economicus* overigens niet volledig: zij vatten het eigenbelang zó breed op, dat het al het menselijk handelen kan bevatten: '*The individual cares about almost everything: knowledge, independence, the plight of others, the environment, honor, interpersonal relationships, status, peer approval, group norms, culture, wealth, rules of conduct, the weather, music, art, and so on.*' De mens tracht volgens hen al zijn wensen te maximaliseren, is creatief, in staat om prioriteiten te stellen en om afwegingen te maken. Deze nuancering is in de praktijk nauwelijks opgemerkt. De brede definitie van het eigenbelang stemde niet overeen met het spraakgebruik. Belangrijker nog is dat deze brede definitie nauwelijks in de *agency*-theorie is verwerkt. In de praktijk bleef de *homo economicus* vooral gericht op financieel gewin.

begrepen eigenbelang opzij willen zetten ten gunste van het collectief. Er loopt naar mijn inzicht niet alleen een glijdende schaal van een *homo economicus*, via de *bonus pater familias* naar de barmhartige Samaritaan; op een andere as van menselijk gedrag is er ook een glijdende schaal voor te stellen die loopt van de *homo economicus* naar wat men misschien kan aanduiden als *homo collaborativus*: de persoon die zijn gedrag afstemt op de groepsbelangen waarin hij functioneert en die zijn eigen (kortetermijn-)belang ondergeschikt maakt aan dat van de groep. De *homo collaborativus* is niet per definitie een hoogstaand persoon – dat zal vooral afhangen van de aard van de groep of organisatie waarin hij verkeert. Het komt mij voor dat de *homo collaborativus* in het algemeen wordt gedreven door een intrinsieke motivatie: hij zal vaak zijn (welbegrepen) eigenbelang definiëren in termen van het groepsbelang; dikwijls lopen deze ook parallel. Naarmate in een organisatie meer wederzijds vertrouwen bestaat en de leden van de organisatie meer autonomie wordt gegund, zullen zij gemiddeld genomen meer gaan lijken op een *homo collaborativus* en minder op een *homo economicus*.

Dat betekent niet dat in een dergelijke organisatie geen *agency*-kosten kunnen ontstaan als gevolg van egoïstisch gedrag; vrijwel iedere organisatie kent de *homo economicus*, al dan niet in deeltijd, en iedere organisatie kent mensen die om andere redenen ineffectief functioneren. Dat betekent dat ook in een organisatie die wordt gekenmerkt door veel onderling vertrouwen toezichtsmechanismen en prikkels nodig zijn. In de *agency*-theorie is echter onderschat dat toezichtsmechanismen en prikkels negatieve bijgevolgen kunnen hebben: hoe meer deze zijn afgestemd op de *homo economicus*, des te meer zal het vertrouwen binnen een organisatie eronder lijden. Intrinsieke motivatie zal afnemen en de behoefte aan extrinsieke beloningen zal stijgen; de kans dat het gemiddelde gedrag zich beweegt in de richting van de *homo economicus* stijgt. Iedere organisatie zal moeten zoeken naar een juist evenwicht tussen enerzijds toezichtsmechanismen en *incentives* en anderzijds het vertrouwen en de autonomie die aan de leden worden gegund.

Terwijl kortom in vrijwel iedere organisatie het egoïstisch gedrag van een *homo economicus* voorkomt, zal de mate waarin dit geschiedt mede afhangen van de mate waarin de organisatie de *homo economicus* ook daadwerkelijk veronderstelt.⁴⁴ Uit gedragseconomisch onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat mensen zich egoïstischer gedragen naarmate zij beter economisch geschoold zijn.⁴⁵ Hoewel overdreven, bewijst de bankencrisis dat er een kern van waarheid ligt in Brennans opmerking dat ‘*contrary to popular economists*’

44. Vgl. Raaijmakers 2009.

45. Frank, Gilovich & Regan 1993.

*misconception, unbridled self-interest leads not to utopia, but to the Hobbesian jungle where, as in parts of our cities, life is nasty, brutish and short.*⁴⁶

Het goede nieuws is anderzijds dat een beweging in de andere richting ook mogelijk is. Het (vennootschaps)recht kan in dit proces een ondersteunende rol vervullen die ertoe bijdraagt dat de mediaan zich beweegt van de *homo economicus* naar de *homo collaborativus* en naar de redelijke mens.

180 *Homo economicus* vanuit gedragseconomisch perspectief. De *homo economicus* is niet alleen op bovenstaande gronden bestreden. Psychologen, sociologen, gedrags- en neuro-economen plaatsen daarnaast vraagtekens bij de consistentie van zijn handelen, ook indien dit op het (financiële) eigenbelang is gericht. Op onvermoede manieren kunnen psychologische inzichten over bijvoorbeeld risicomijdend en risicozoekend gedrag gevolgen hebben voor het (rechts-)economisch denken. Zo hebben Tsverski en Kahneman aangetoond dat mensen risico's niet altijd rationeel benaderen, maar dat zij zwaarder tillen aan verliezen dan aan winsten van een gelijke grootte (verliesaversie; *loss aversion*).⁴⁷ Volgens de door hen ontwikkelde *prospect theory* kennen beleggers minder waarde toe aan de absolute hoogte van hun beleggingen en meer aan de wijzigingen ten opzichte van een referentiepunt.⁴⁸ Daarbij geldt de wet van de verminderde meeropbrengst: een stijging van 90 naar 100 leidt tot meer welbevinden dan een stijging van 990 naar 1000. Afhankelijk van de situatie leidt dit tot risicozoekend dan wel risicomijdend gedrag dat niet steeds valt te verklaren vanuit een rationeel perspectief. Risicozoekend gedrag komt vooral voor bij een keuze tussen twee kwaden: gesteld voor de keuze tussen (i) een zeker verlies van € 900 en (ii) 90% kans op een verlies van € 1.000, blijken mensen eerder geneigd zijn meer risico te nemen en optie (ii) te verkiezen. Denk aan Nick Leeman: om bestaande verliezen af te dekken nam hij steeds grotere risico's met steeds grotere verliezen als resultaat. Hetzelfde fenomeen valt in casino's waar te nemen. Risicozoekend gedrag komt ook voor bij een kleine kans op een grote winst; denk aan loterijen.

Risicomijdend gedrag treedt daarentegen juist op bij een kleine waarschijnlijkheid op grote verliezen (denk aan verzekeringen). In geval van een hoge waarschijnlijkheid op grote winsten geven mensen in de regel de voorkeur aan een zekere maar iets lagere winst: de zekerheid van € 90 winst wordt in het algemeen geprefereerd boven 90% kans op € 100 winst en 10% kans op

46. Brennan 1994, 39.

47. Het voorstel: '*kop*' = €100 betalen en '*munt*' = €120 krijgen zal door de meeste personen worden afgewezen (Kahneman 2011, 278 e.v.).

48. Een belegger wiens vermogen in een jaar is gegroeid van 80 naar 100 zal positiever gestemd zijn dan een belegger wiens vermogen in een jaar is afgenomen van 130 naar 110 (Kahneman 2011, 282).

geen winst.⁴⁹ Deze vorm van risico-aversie kan leiden tot kortetermijngedrag (*short-termism* of *myopia*; zie § 10.2).

Gedragseconomen hebben tal van andere vormen van menselijk gedrag gerapporteerd dat niet valt te verklaren vanuit een rationeel handelende persoon. Denk aan beschikbaarheidsheuristiek (*availability heuristic*) die zich kan voordoen wanneer een kans op een onzekere toekomstige gebeurtenis moet worden ingeschat.⁵⁰ Vaak wordt recente of eenvoudig beschikbare informatie bij deze inschatting verhoudingsgewijs zwaar meegewogen. Gemiddeld schatten personen de kans dat zij het slachtoffer van een geweldsmisdrijf worden groter in, wanneer zij kort tevoren een TV-uitzending over een moord hebben gezien. In de jaren '90 stelden beleggers veel vertrouwen in het vermogen van Van der Hoeven (Ahold) om overnames succesvol af te ronden; hetzelfde deed zich enkele jaren later voor bij Goodwin (RBS). De eerdere geslaagde overnames bleken evenwel onvoldoende representatief om een dergelijk oordeel te rechtvaardigen.⁵¹ Ook de internetluchtbel kan mede worden toegeschreven aan beschikbaarheidsheuristiek: uit een (niet representatieve) periode van sterke koersstijgingen werd wel afgeleid dat een 'nieuwe economie' was aangebroken. In 2012 gaven Gilson en Kraakman een staaltje beschikbaarheidsheuristiek ten beste, toen zij zelfs na het uiteenspatten van de Amerikaanse huizenluchtbel de efficiënte markthypothese (nr. 181) nog verdedigden: '*[T]he market in which mortgage-backed securities were sold may have indeed been semi-strong form of efficient in the sense that the impending decline in housing prices was not at all obvious after a long previous history of rising prices.*'⁵²

Beschikbaarheidsheuristiek kan één van de oorzaken van kuddegedrag vormen en een zogenaamde positieve *feedback loop* bewerkstelligen: prijsstijgingen die worden uitgelokt door eerdere prijsstijgingen.⁵³ Een positieve *feedback loop* kan vervolgens leiden tot overmatig optimisme onder beleggers, en zichzelf versterken zodat luchtbellen ontstaan.⁵⁴

Overmatig optimisme bij bestuurders leidt tot onderschatting van risico's en kan overinvesteringen en fraudulent gedrag bevorderen.⁵⁵ Ook mislukte overnames vallen niet zelden mede toe te schrijven aan overmatig optimisme. Ook

49. Kahneman 2011, 317.

50. Kahneman 2011, 129 e.v.

51. Vgl. Kahneman 2011, 138 e.v.; Cassidy 2009, 195.

52. Gilson & Kraakman 2012, 469; onderstr. MdJ. Inderdaad maakten de huizenprijzen sinds 1940 een stijgende langetermijntrend door, maar vanaf ongeveer 1999 was de stijging dermate exponentieel, terwijl de relatie met de bevolkingsomvang en bouwkosten volledig werd verbroken, dat uit de stijging tussen 1999 en 2007 niet de verwachting kon worden ontleend dat de trend op de middellangetermijn zou voortduren. Zie Cassidy 2009, 237.

53. Shiller 2003, 94 e.v.

54. Vgl. Kahneman 2011, 261 e.v.; Cassidy 2009, 196. Hetzelfde effect kan zich ook voordoen nadat een luchtbel is geknapt en koersdalingen een zichzelf versterkend effect hebben; denk aan het najaar van 2008.

55. De Jong 2006, 25 e.v.

beleggers kunnen, al dan niet als gevolg van beschikbaarheidsheuristiek, in dit overmatig optimisme worden meegesleept, en hun eigen belangen schaden; denk aan de overname van ABN AMRO door (onder andere) Fortis die enthousiast door Fortis-aandeelhouders werd gesteund.

Mensen handelen zelden volkomen irrationeel, maar ieders rationaliteit is aan beperkingen onderworpen, zo blijkt uit deze voorbeelden.⁵⁶ Beperkte rationaliteit (*bounded rationality*) heeft gevolgen voor de beoordeling van alle gebeurtenissen binnen de vennootschap en haar onderneming. Beperkte rationaliteit kan bijvoorbeeld *agency*-problemen creëren wanneer bestuurders weliswaar oprecht het vennootschapsbelang nastreven, maar dit als gevolg van cognitieve fouten niet efficiënt of effectief doen. *Agency*-problemen worden bovendien niet voldoende geredresseerd wanneer commissarissen en aandeelhouders eveneens beperkt rationeel handelen. Beperkte rationaliteit bij aandeelhouders kan zelfs een bron van schade worden, wanneer disciplineringsinstrumenten op een verkeerde wijze worden ingezet. Zo wordt vanuit de *agency*-theorie de druk van de markt om hoge dividenduitkeringen en aandeleninkopen verdedigd met het argument dat *agency*-problemen worden beperkt. Wanneer echter de aandeelhouders deze druk uitoefenen, omdat zij worden gedreven door verliesaversie en daarbij een kortetermijnhorizon hanteren (*myopic loss aversion*), dan kan de uitoefening van zeggenschap per saldo ook negatief uitpakken. Denk aan de situatie waarin een onderneming veelbelovende maar langetermijninvesteringen terugschroeft om aan de druk van aandeelhouders te voldoen (§ 10.2).

Mensen handelen vaak rationeel, regelmatig beperkt rationeel en soms irrationeel, zo moge uit het vorenstaande blijken. Een theorie gestoeld op een rationele mens is daarom te simplistisch. Deze constatering noopt tot terughoudendheid bij (rechts)politieke keuzes die worden gegrond op de *agency*-theorie.

181 Efficiënte markthypothese. De claim dat sturing op aandeelhouderswaarde welvaart maximaliseert, hangt af van een efficiënt functionerende (aandelen)markt. In een inefficiënte markt bestaat immers het risico dat welvaartsvernietigend handelen positief wordt beloond, of andersom. Bovendien bestaat in een inefficiënte markt het risico dat aandeelhouders hun vergaarde welvaart op inefficiënte wijze zullen aanwenden.

Er bestaan verschillende gradaties van marktefficiëntie. De meest lichte vorm van de *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) is nauwelijks omstreden en gaat ervan uit dat informatie over effecten in de koers wordt verwerkt. Volgens de sterke variant wordt nieuwe marktinformatie *onmiddellijk* en *op adequate wijze* verwerkt in de koers, zodat de koers steeds overeenstemt met de fundamentele waarde. Koerswijzigingen zijn volgens de sterke variant van de ECMH louter het gevolg van nieuwe informatie.

56. Voor andere voorbeelden en verdere verwijzingen: Kahneman 2011.

Markten kunnen in de ECMH slechts efficiënt zijn, wanneer zij in overwegende mate worden bevolkt door *homines economici*. In de ECMH is evenwel een ontsnappingsroute ingebouwd: voor zover de effectenmarkt wordt bevolkt door niet of beperkt rationeel handelende individuen, wordt verondersteld dat deze per saldo geen koerseffecten kunnen bewerkstelligen. Deze veronderstelling gaat ervan uit dat irrationele beleggingsbeslissingen zowel zijn gericht op koersdalingen als –stijgingen, zodat dergelijke *noise traders* per saldo geen invloed hebben op de koersvorming. En voor zover dergelijke *noise traders* wél koerswijzigingen kunnen bewerkstelligen, wordt verondersteld dat het koerseffect via arbitrage onmiddellijk teniet zal worden gedaan. Bewerkstelligen irrationele handelaars bijvoorbeeld een koersstijging die niet door onderliggende informatie wordt gerechtvaardigd, dan zullen rationele beleggers speculeren op koersdalingen.⁵⁷

Eén van de consequenties van de sterke variant van de ECMH is dat luchtbellens en irrationele koersdalingen niet kunnen ontstaan, althans dat irrationele koersontwikkelingen binnen heel korte tijd worden gecorrigeerd. Toegenomen volatiliteit, de internet-, de krediet- en huizen-luchtbellens, alsmede gedragseconomische inzichten hebben de geloofwaardigheid van de hypothese geen goed gedaan. Twijfel aan de ECMH wordt ook gevoed door de *flash crash* van 6 mei 2010. Om 14.45 uur daalde de *Dow Jones Index* binnen luttele seconden met 1000 punten (9%), direct erna gevolgd door een even sterke opvering van de koers.

Ook langs andere wegen is de ECMH bestreden. Zij lijdt bijvoorbeeld aan een innerlijke tegenstelling: wanneer de koers alle informatie onmiddellijk adequaat verwerkt, loont het voor niemand nog de moeite om die informatie op te speuren.⁵⁸

Irrationale koersbewegingen worden versterkt wanneer rationeel handelende speculanten weliswaar menen dat een aandeel is overgewaardeerd, maar tegelijk aan een euforische stemming de verwachting ontleenen dat een aandeel verder zal stijgen. Op individueel niveau kan het dan rationeel zijn om in te stappen; wanneer veel beleggers zo redeneren, worden bestaande luchtbellens hierdoor alleen maar verder opgeblazen (*rational irrationality*, ook wel Keynes' *beauty contest* genoemd⁵⁹). Het inmiddels klassieke voorbeeld van *rational irrationality* is de opmerking van Chuck Prince (destijds CEO van Citigroup):

57. Zie bijv. Gilson & Kraakman 2012.

58. Kay 2012, 34.

59. Zie uitvoerig Cassidy 2009. Keynes' *beauty contest* is afkomstig uit diens *General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan 1936 en onder andere aangehaald in Kay 2012, 40 en Cassidy 2009, 171: 'It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degree.' Vgl. voorts Raaijmakers 2009.

*‘When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing.’*⁶⁰ Hij sprak in juli 2007, de eerste voortekenen van de naderende kredietcrisis tekenden zich al aan.

De ECMH wordt tot slot aangevallen vanuit de *imperfect knowledge economics*. Zijn zeer onwaarschijnlijke gebeurtenissen met een zeer grote impact (*long tail risks*) al lastig in te schatten, principieel onmogelijk is het om onbekende variabelen (*unknown unknowns*) in modellen te vatten. Zo konden de gevolgen van internet in de jaren ’80 nog niet bij benadering worden ingeschat. Omdat marktactoren geen rekening kunnen houden met onbekende variabelen, vindt de koersvorming welhaast per definitie plaats op basis van onvolledige informatie.⁶¹

In brede kring wordt inmiddels erkend dat een volledig efficiënte markt niet valt te bereiken⁶² en dat het zelfs principieel onmogelijk is om de fundamentele waarde van aandelen te bepalen. Intussen zijn de consequenties van het verlaten van de sterke variant van de ECMH voor de financiële economie niet gering: een groot deel van de financiële economie is op deze assumptie gestoeld, terwijl de consequenties nog maar zeer ten dele in kaart zijn gebracht. Dit geldt ook voor de *agency*-leer: in de eerste plaats is de vraag gewettigd of aandeelhouders in een inefficiënte markt wel op een welvaartsbevorderende wijze gebruik maken van hun zeggenschapsrechten. In de tweede plaats komt de stelling dat een zo hoog mogelijke *residual claim* van aandeelhouders leidt tot welvaarts-maximalisatie onder druk te staan, wanneer aandeelhouders de ‘uitgebraakte kasstromen’ niet altijd op efficiënte wijze zullen aanwenden of herinvesteren.

*Companies have bodies,
but it is said they have no souls;
if no souls, no consciences.*⁶³

182 Externe kosten. Een andere assumptie die aan de *agency*-theorie ten grondslag ligt heeft betrekking op het fenomeen van negatieve externaliteiten of externe kosten. Deze treden op wanneer het handelen van de vennootschap gevolgen heeft voor derden die daarmee niet hebben ingestemd of daarvoor worden gecompenseerd.⁶⁴ Hierdoor worden de werkelijke kosten van een bepaalde handeling niet gedragen (geïnternaliseerd) door de daarbij

60. M. Nakamoto en D. Wighton, ‘Bullish Citigroup is ‘still dancing’ to the beat of the buy-out boom’, *Financial Times* 10 juli 2007.

61. Frydman & Goldberg 2011.

62. Zie bijv. Gilson & Kraakman 2012 die nog hoop putten uit verbetering van de efficiëntie door de kosten van arbitrage zo veel mogelijk te verlagen.

63. John Pollexfen (1636–1715), Engels parlementariër en criticus van de EIC, aangehaald in Robins 2006, 52.

64. Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, § 2.2.

betrokken partijen. Nu de geëxternaliseerde kosten geen invloed hebben op de afwegingen van een in economische zin rationeel handelend individu, kan dit individu geen efficiënte afwegingen maken. Externaliteiten zijn daarom niet alleen onrechtvaardig, maar ook inefficiënt, zo betoogt Barneveld.⁶⁵

Denk bijvoorbeeld aan een fabriek die kosten bespaart door in het geniep verontreinigde afvalstoffen in een rivier te laten weglopen in plaats van deze tegen hogere kosten te laten verwerken. De fabriek kan zo een externaliteit opleggen aan een stroomafwaarts gelegen drinkwaterbedrijf dat wordt geconfronteerd met hogere zuiveringskosten.

Externaliteiten treden vaak op bij exploitatie van publieke goederen door private partijen (de ‘tragedie van de meent’): op individueel niveau kan het rationeel zijn om publieke goederen – denk aan viswateren of een gemeenschappelijk bos – zo veel mogelijk te exploiteren voordat anderen dit doen. Wanneer alle marktactoren zo redeneren, zal dit leiden tot overexploitatie van het publieke goed en collectief verlies aan welvaart. Externaliteiten zijn evenwel niet beperkt tot de tragedie van de meent; denk bijvoorbeeld aan de sluiting van een vestiging met grote lokale gevolgen. De vennootschap kan hierbij zijn gebaat, terwijl de consequenties voor bijvoorbeeld toeleveranciers en werknemers niet (ten volle) door de vennootschap worden gedragen.

Externaliteiten hebben vaak ook een temporele dimensie.⁶⁶ Zo is bijvoorbeeld denkbaar dat aandeelhouders aandringen op een superdividend dat de slagkracht van de vennootschap en haar onderneming op de lange termijn aantast. In dat geval kunnen huidige aandeelhouders een externaliteit opleggen aan de vennootschap, haar toekomstige aandeelhouders en andere betrokkenen.

Externe kosten kunnen een rechtvaardiging vormen om in te grijpen in de vrije markt. Externe kosten behoeven overigens niet noodzakelijkerwijs (volledig) in geld waardeerbaar te zijn. Denk niet alleen aan milieuvervuiling, maar bijvoorbeeld ook aan het inschakelen van goedkope kinderarbeid.

Aan het slot van nr. 177 bleek dat de *agency*-theorie niet alleen claimt dat zij de welvaart van aandeelhouders maximaliseert, maar ook die van de samenleving als geheel. Deze claim nu is niet geheel ongeclausuleerd. Jensen: ‘*[T]here are circumstances when the value-maximizing criterion does not maximize social welfare – notably, when there are (...) externalities.*’⁶⁷ Een oplossing voor externaliteiten moet volgens Jensen in overheidsregulering worden gevonden. Van vennootschappen mag hier geen heil worden verwacht: ‘*Those who care about resolving (...) externality issues will not succeed if they look to corporations to resolve these issues voluntarily. Companies that try to*

65. Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, § 2.2, aan wie ook de voorgaande volzinnen zijn ontleend.

66. Vgl. Mayer 2013, 55.

67. Jensen 2001, 11. Vgl. Robé 2011, 47 e.v.

*do so either will be eliminated by competitors who choose not to be so civic minded, or will survive only by consuming their economic rents in this manner.*⁶⁸

Alvorens in te gaan op de merites van dit argument is het dienstig te onderzoeken waarom het probleem van externaliteiten in het vennootschapsrecht relevant is. Op zichzelf is het probleem van externaliteiten niet beperkt tot vennootschappen. Ook natuurlijke personen kunnen externaliteiten aan anderen opleggen. Toch is het probleem van externaliteiten voor het vennootschapsrecht van belang. In de eerste plaats omdat kapitaalvennootschappen belangrijke actoren in het rechtsverkeer zijn. Ten tweede omdat de rechtspersoonlijkheid van de NV en de jegens derden uitgesloten aansprakelijkheid van aandeelhouders, tezamen aan te duiden als het voorrecht van exclusieve aansprakelijkheid, een zelfstandige bron van externaliteiten vormen.⁶⁹

De uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders dient een economisch doel: het bevordert dat kapitaal wordt vergaard voor risicovolle activiteiten. Door beperking van het risico creëert het vennootschapsrecht een prikkel voor kapitaalcrachtigen om hun vermogen in te zetten ten behoeve van potentieel winstgevend, maar risicovolle activiteiten. Zo wordt ondernemerschap gestimuleerd en welvaart bevorderd.

De keerzijde van de medaille is dat, indien de vennootschap haar verplichtingen jegens derden niet nakomt, deze derden hun schade in beginsel niet kunnen verhalen op het privévermogen van de aandeelhouders. Uit de rechtspersoonlijkheid van de NV vloeit voort dat alleen de vennootschap aansprakelijk is. Hierin verschilt een NV van een eenmanszaak of een personenvennootschap. In het wezen van de NV ligt kortom een bron van externaliteiten besloten: de risico's van het ondernemerschap kunnen worden afgewenteld op derden voor zover deze geen invloed hebben kunnen uitoefenen op de risicoverdeling tussen deze derde en de vennootschap.⁷⁰

Deze risicoverschuiving vindt in beginsel plaats ongeacht de aard van de aansprakelijkheid. Berust deze op een contract, dan zal de wederpartij dikwijls via de voorwaarden waaronder de overeenkomst is aangegaan rekening kunnen houden met het risico van externaliteiten (vooruitbetaling, zekerheidsrechten, leningvoorwaarden, prijs, rentevergoeding etc.).⁷¹ In geval van buitencontractuele aansprakelijkheid zoals onrechtmatige daad heeft de wederpartij deze mogelijkheid niet en zal hij zijn hoop moeten vestigen op de gegoedheid van de vennootschap of haar verzekeraar. Het probleem van externaliteiten is echter niet beperkt tot onrechtmatige daad. Ook in een overeenkomst kan niet altijd met alle scenario's rekening worden gehouden, terwijl de machtsverhouding

68. Jensen 2001, 16.

69. Vgl. Huizink 2011, 4 e.v.

70. Hansmann & Kraakman 1991; Mayer 2013, 181; Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, § 3.2

71. Uitvoerder Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, § 4 en § 5.

tussen partijen eraan in de weg kan staan dat het risico van externaliteiten in de overeenkomst wordt geadresseerd; denk aan handelscrediteuren, werknemers en consumenten.⁷²

Het risico van externaliteiten is van oudsher onderkend. Zo strekten de koninklijke bewilliging en de eerste regels van kapitaalsbescherming (zie o.a. nr. 91, § 4.2.2 en § 5.1.3) in essentie ertoe externaliteiten zo veel mogelijk te beperken. Externaliteiten zijn echter in de regel als incidenteel probleem beschouwd, leidend tot specifieke regels (denk bijv. aan art. 2:94c BW). Het probleem is zelden het zelfstandig voorwerp van onderzoek geweest. Het preadvies van Levy uit 1902 vormt een vroege uitzondering, Barneveld de meest recente.⁷³

De laatste jaren hebben laten zien hoe sturing op aandeelhouderswaarde kan verworden tot bron van externaliteiten. Sturing op aandeelhouderswaarde leidt er immers toe dat de belangen van andere betrokkenen ondergeschikt zijn aan die van aandeelhouders; althans wordt verondersteld dat deze belangen dankzij sturing op aandeelhouderswaarde voldoende in aanmerking zijn genomen.

Een voorbeeld laat zien dat sturing op aandeelhouderswaarde kan leiden tot externaliteiten.⁷⁴ Stel dat een vennootschap is gefinancierd met aandelenkapitaal (150) en vreemd vermogen (150). Er dient zich een project aan met 50% kans op een winst van 250 en 50% kans op verlies van 300. Vanuit het perspectief van de vennootschap is de verwachte waarde van dit project $-/-25$, zodat het moet worden afgewezen. Vanuit het perspectief van een aandeelhouder is het echter aantrekkelijk. In het goede geval stijgt het vermogen naar 550. Dit komt voor $550 - 150^{75} = 400$ ten goede aan de aandeelhouders. Deze maken in dat geval een winst van $400 - 150 = 250$, ofwel 167%. In het slechte geval verliezen de aandeelhouders 150 (100%). De verwachte opbrengst voor aandeelhouders is 50 (namelijk de helft van $250 - 150$). Vanuit het perspectief van de crediteuren is dit voorstel minder aantrekkelijk: in het beste geval krijgen zij hun vordering terug, in het slechtste geval niets. De verwachte waarde van het voorstel is voor hen $-/-75$. Zo blijkt een investeringsvoordeel dat voor de vennootschap een negatieve waarde heeft, voor aandeelhouders aantrekkelijk te kunnen zijn: de winsten komen uitsluitend aandeelhouders toe, terwijl de verliezen worden gedeeld met crediteuren. Gaat het hier om een vennootschap met een controlerend aandeelhouder, dan zal deze wellicht een zeker verantwoordelijkheidsgevoel hebben bij het wel en wee van de vennootschap. Naarmate het aandeelhoudersbestand verspreider is, zullen deze zich minder door dergelijke motieven laten leiden en geneigd zijn druk uit te oefenen om het project uit te voeren.⁷⁶ Een groot deel van de kosten kan immers worden geëxternaliseerd.

72. Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, § 5.1.

73. Levy 1902, waarover nr. 110; Barneveld (in druk).

74. Vgl. Mayer 2013, 36 e.v. aan wie dit voorbeeld grotendeels is ontleend.

75. Rechten van crediteuren.

76. Mayer 2013, 87.

Dergelijke waardevernietiging ten spijt, wanneer aandeelhouders met succes kosten kunnen externaliseren, zal de beurs in de regel⁷⁷ positief reageren: de geëxternaliseerde kosten komen immers niet ten laste van de vennootschap en, in haar verlengde, de aandeelhouders. Dit leidt ertoe dat niet alle (maatschappelijke) kosten die door de vennootschap worden gegenereerd in de aandelenkoers verwerkt worden. Naarmate het bestuur meer in aandelen wordt beloond, zal de prikkel op bestuurders groeien om kosten (verder) te externaliseren.⁷⁸

Het bovenstaande geldt sterker, naarmate een vennootschap meer met vreemd vermogen en minder met eigen vermogen is gefinancierd: de prikkel groeit om potentieel winstgevende maar onverantwoord risicovolle activiteiten te ontplooiën. De kredietcrisis heeft laten zien dat dit mechanisme niet slechts theorie is, maar kan leiden tot grote maatschappelijke schade: *het* voorbeeld van een vennootschap die in hoge mate met vreemd vermogen is gefinancierd is immers een bank. Aandeelhouders wisten bestuurders aan te zetten tot risicovol gedrag, waarvan de kosten voornamelijk werden gedragen door de verschaffers van vreemd vermogen en, in het geval van een systeembank, door de overheid. De hefboom die met schuldfinanciering wordt geschapen bevordert in goede tijden de rendementen van aandeelhouders en verhoogt in slechte tijden het risico dat schade op derden wordt afgewenteld.

Opmerkelijk in dit verband is dat grote Amerikaanse banken tussen 2000 en 2007 astronomische bedragen besteedden aan aandeleninkopen ter ‘ondersteuning’ van de koers: dat gold bijvoorbeeld voor Citigroup (\$ 41,8 miljard), Goldman Sachs (\$ 30,1 miljard), Wells Fargo (\$ 23,2 miljard), JP Morgan Chase (\$ 21,2 miljard), Merrill Lynch (\$ 21 miljard) en Morgan Stanley (\$ 19,1 miljard). Deze banken werden alle met publiek geld gered.⁷⁹ Lehman Brothers kocht in de acht jaar voor zijn faillissement in 2008 voor \$ 16,8 miljard aan aandelen in, waarvan \$ 5,6 miljard in 2006–2007. Kort voordat ING voor € 10 miljard moest worden gered, rondde zij een aandelen inkoopprogramma van € 5 miljard af.

Ook de overname van ABN AMRO geeft een duidelijk voorbeeld. Vanuit het perspectief van ABN AMRO-aandeelhouders was de keuze tussen het (lagere) Barclays-bod en het hogere bod van het consortium niet moeilijk. De aandeelhouders van ABN AMRO hadden geen enkele prikkel om de risico’s van het bod van het consortium te internaliseren. Die risico’s waren om ten minste twee redenen groter dan het bod van Barclays: ten eerste luidde het Barclays-bod (anders dan het bod van het consortium) geheel in aandelen, zodat de financiering aanmerkelijk minder (liquiditeits-)risico’s meebracht. In de tweede plaats waren de risico’s beperkter, omdat ABN AMRO niet zou worden

77. Dit kan anders zijn, wanneer (naderhand) blijkt dat de geëxternaliseerde kosten via een omweg bij de vennootschap terugkomen, in de vorm van bijvoorbeeld reputatieschade of claims van gelaedeerden.

78. Zie Cassidy 2009, 293; Mayer 2013, 36 e.v.; 49; 62 e.v.; 176 e.v.

79. Lazonick 2010, 161.

opgesplitst. Het bestuur heeft uiteindelijk zijn voorkeur voor het bod van Barclays verlaten en de beide biedingen met een neutraal advies aan de aandeelhouders voorgelegd. Dit ondanks dat aan het bod van het consortium volgens het bestuur ‘een aantal significante risico’s [is] verbonden’ en dat ‘belangrijke vragen omtrent de beoogde opsplitsing van ABN Amro en de wijze waarop onbeantwoord [zijn] gebleven.’⁸⁰ *De facto* legde het bestuur zich zo neer bij een overname door het consortium en gaf het voorrang aan het aandeelhoudersbelang boven de risico’s van opsplitsing. De baten werden door ABN AMRO-aandeelhouders genoten, terwijl de Belgische, Britse en Nederlandse staat een groot deel van de schade droegen.

Een ander voorbeeld vormt de Australische asbest-producent James Hardie die in de jaren ’90 werd geconfronteerd met een groot aantal claims van haar (voormalig) werknemers die aan asbest waren blootgesteld. In 2001 werd, kort gezegd, een sterfhuiskonstructie opgezet, waarbij activa aan een (Nederlandse) holding werden overgedragen.⁸¹ Aandeelhouders konden hun aandelen omwisselen tegen aandelen in de nieuwe holding. Deze transactie werd met uitdrukkelijk gemotiveerd vanuit het aandeelhoudersbelang. In 2004 bleken de activa van de oude (aansprakelijke) rechtspersoon evenwel bij lange na niet voldoende te zijn om de claims van asbestslachtoffers te voldoen. James Hardie had met succes de kosten in verband met asbestschade weten af te wentelen.

Ter beperking van externe kosten zijn verschillende reguleringsstrategieën denkbaar.⁸² Voor zover hierin niet kan worden voorzien door zelfregulering, meen ik met Jensen dat hier een belangrijke rol is weggelegd voor publiek-rechtelijke regelgeving.⁸³ Denk aan belastingheffing, veiligheidseisen, milieuvoorschriften, kapitaalvereisten (bij banken), informatieverplichtingen aan toezichthouders, vergunningenstelsels, boetes of verzekeringplichten. Overheidsregulering op zichzelf blijkt evenwel lang niet altijd voldoende om externe kosten te beperken: niet zelden zijn de vennootschappen die de bron van de externaliteiten vormen de grootste lobbyisten tegen verscherping van regelgeving. Bovendien hebben externaliteiten vaak een grensoverschrijdend karakter, terwijl coördinatie- en *free rider*-problemen op het niveau van staten in de weg staan aan effectieve internationale wetgeving.⁸⁴ Denk aan de onderhandelingen over een opvolger van het Kyoto-verdrag.

Er bestaan dan ook aanvullende strategieën om externaliteiten te beperken. Het commune aansprakelijkheidsrecht vervult een rol door de ontwikkeling van zorgvuldigheidsnormen en zorgplichten. In nr. 206 zal ik nader ingaan op de

80. Biedingsupdate 30 juli 2007, aangehaald in Smit 2008, 407.

81. Voor nadere details: Moerman & Van der Laan 2007; voorts Keay 2011, 201. Vgl. voorts de in Nederland gestelde kamervragen: Handelingen II (Aanhangsel) 2003–2004, 4653–4655; 4657–4658.

82. Eijsbouts e.a. 2010.

83. Jensen 2001, 11 en 16; vgl. Schild 2012, 21 e.v.

84. Vgl. Robé 2011, 64 e.v.

vraag in hoeverre hier ook een rol voor het vennootschapsrecht is weggelegd. Op deze plaats kan worden geconcludeerd dat de assumptie van de *agency*-theorie dat externe kosten via publieke regulering adequaat worden geadresseerd betrekkelijk optimistisch is.⁸⁵ In de tweede plaats valt te constateren dat sturing op aandeelhouderswaarde kan verworden tot een bron van externaliteiten. De kredietcrisis, het gifschip *Probo Koala*, James Hardie en de olieramp als gevolg van het ongeluk met de *Deepwater Horizon* vallen alle mede toe te schrijven aan het negeren of onderschatten van (risico's op) externe kosten teneinde de winst ten behoeve van de aandeelhouders te maximaliseren. Bestaande regelgeving blijkt niet altijd voldoende effectief om de externe kosten te voorkomen.



"Yes, the planet got destroyed, but for a beautiful moment in time we created a lot of value for shareholders."

Met dank aan Tom Toro.

85. In een pluralistisch vennootschapsrecht zal eenvoudiger worden rekening gehouden met het risico van externe kosten, omdat niet slechts één belang voorop moet worden gesteld. Toch is ook in een pluralistisch vennootschapsrecht het probleem niet geheel verdwenen. Aandeelhouders, crediteuren, werknemers en klanten zouden bijvoorbeeld belang kunnen hebben bij ontduiking van milieuvoorschriften. Vgl. Mayer 2013, 41.

Tot zover een paar kanttekeningen bij enkele veronderstellingen die aan de *agency*-leer ten grondslag liggen. De volgende paragraaf onderzoekt welke instrumenten zijn ontwikkeld om *agency*-kosten te beperken. Daarbij is het goed in het achterhoofd te houden dat de voorgedragen instrumenten zijn ontwikkeld tegen de achtergrond van de Amerikaanse aandelenmarkt die wordt gekenmerkt door een gespreid aandelenbezit.

9.1.3 Beperking van *agency*-kosten

183 *Market for corporate control.* De opkomst van de *agency*-theorie in de jaren '80 viel samen met een nieuwe overnamegolf. *Corporate raiders* ontmantelden conglomeraten wanneer de som der delen minder waard leek te zijn dan de afzonderlijke divisies. De *agency*-theorie verschaftte aan de overnamegolf een ideologische basis.⁸⁶ Wanneer bestuurders een inefficiënt beheer voeren leidt dit tot een lagere beurskoers en wordt de vennootschap kwetsbaar voor een onvrijwillige overname. Onder dreiging van een vijandige overname zouden bestuurders *ex ante* een efficiënt beleid voeren en *agency*-kosten beperken.⁸⁷ En werd dan toch een overnamebod gedaan, dan viel volgens Easterbrook en Fischel uit de overnamepremie de verwachting te ontleen dat de overname sociale baten opleverde.⁸⁸

De financiering van overnames met vreemd vermogen werd vooral gezien als aanvullend instrument ter beperking van *agency*-kosten. Vreemd vermogen roomt vrije kasstromen af en zet daarom het management aan tot een efficiënte bedrijfsvoering. Rentebetalingen aan de overnemer/schuldeiser konden daarbij dienen als alternatief voor dividend. Vreemd vermogen kon niet alleen worden ingezet ter financiering van de eigen overname, maar ook ter financiering van bijvoorbeeld aandeleninkopen of dividend. Hierdoor werd vermogen aan de aandeelhouders uitgekeerd, terwijl latere renteverplichtingen het management dwongen om *agency*-kosten te beperken.⁸⁹ Op deze gronden werden de

86. Voor een uitvoeriger (en daarmee genuanceerder) samenvatting van het debat: Van Ginneken 2010, 119 e.v.; voorts Keay 2011, 92 met verwijzingen.

87. Fama & Jensen 1983; Jensen & Ruback 1983; Jensen 1986; Jensen 1988.

88. Aldus Easterbrook & Fischel 1991, 171 e.v.

89. Jensen 1988, 29 erkende wel dat het instrument niet onbeperkt kan worden gebruikt: 'Increased leverage also has costs. As leverage increases, the usual agency costs of debt, including bankruptcy costs, rise. The incentives to take on projects that reduce total firm value but benefit shareholders through a transfer of wealth from bondholders is one source of these costs. These costs put a limit on the desirable level of debt. The optimal debt/equity ratio is the point at which firm value is maximized, the point where the marginal costs of debt just offset the marginal benefits.' Niettemin, zo vervolgde hij, is *overleveraging* soms wenselijk: 'In these situations, leveraging the firm so highly that it cannot continue to exist in its old form creates the crisis to motivate cuts in expansion programs and the sale of those divisions that are more valuable outside the firm. The proceeds are used to reduce debt to a

zegeningen van de *market for corporate control* benadrukt en werd stelling genomen tegen beschermingsmaatregelen.⁹⁰

Op de door Van Ginneken ontwikkelde gronden meen ik dat er kanttekeningen vallen te plaatsen bij de merites van de *market for corporate control*.⁹¹ Hij wijst erop dat het lang kan duren voordat inefficiënt beheer via een ongewenste overname wordt aangepakt en benadrukt de risico's die een overname en de erop volgende integratie met zich brengen. De Overnamerichtlijn heeft bovendien geen gelijk speelveld gecreëerd voor Europese overnames, terwijl het maar de vraag is of dit überhaupt mogelijk is: zelfs als de Europese overnamemarkt volledig geharmoniseerd zou zijn, dan hebben vennootschappen die gelet op hun land van herkomst een kleine thuismarkt hebben een achterstand op vennootschappen uit de grote lidstaten. Daarbij wijst Van Ginneken er terecht op dat de zegeningen van de *market for corporate control* mede afhankelijk zijn van een efficiënte markt; in nr. 181 bleek reeds dat op deze veronderstelling het een en ander valt af te dingen.

Gelet op de veronderstelde efficiënte markt behoeft het niet te verbazen dat empirische studies naar de effecten van overnames op de langere termijn een wisselend beeld laten zien. Volgens Schenk lijken aandeelhouderswaarde van de bidder, winstgevendheid, productiviteit, marktaandeel en innovatie na overnames gemiddeld achter te blijven.⁹² De verschillende studies lopen echter uiteen voor wat betreft de omvang van de negatieve effecten. Bovendien past voorzichtigheid om te algemene conclusies te trekken: naarmate de gevolgen op langere termijn worden gemeten, stijgt de kans dat verschillen vallen toe te schrijven aan andere effecten dan de desbetreffende overname. Niettemin: het beeld dat oprijst uit empirische studies naar de gevolgen van overnames is niet onverdeeld positief.⁹³

Mayer wijst nog op een ander gebrek van de *market for corporate control*: deze tast het vertrouwen aan dat binnen de onderneming nodig is om duurzame waarde te creëren.⁹⁴ Toewijding en intrinsieke motivatie van werknemers en bestuurders worden belemmerd, wanneer de controle over de vennootschap

more normal or permanent level. This process results in a reexamination of an organization's strategy and structure. When it is successful, a much leaner, more efficient, and competitive organization results. 'Een mooie illustratie hoe, in de woorden van Jensen 1986, 323 overtollige *cash flows* kunnen worden uitgebraakt.

90. Zie bijv. Easterbrook & Fischel 1991, 212 e.v.

91. Van Ginneken 2010, 361 e.v.

92. Schenk 2010, 64 e.v.

93. Van Ginneken 2010, 364.

94. Mayer 2013, 89 e.v.

en haar onderneming over hun hoofden heen in andere handen overgaat. Werknemers en bestuurders zullen minder bereid zijn *firm-specific investments* te plegen, zullen hun gedrag minder op het collectieve belang afstemmen en zich meer gaan gedragen als een *homo economicus*. De ontwikkeling van beloning van bestuurders vormt een illustratie van dit fenomeen.

Twijfels over de nuttige werking van de *market for corporate control* worden bij mij versterkt door het gegeven dat er voor aandeelhouders van de doelvennootschap bij een overnamebod nauwelijks nog een lange termijn *bestaat*. Dat geldt vooral bij een bod in contanten, in mindere mate bij een bod in aandelen. De overnamepremie is in de regel van een grootte dat aandeelhouders in de doelvennootschap geen enkel belang hebben om zich af te vragen of de overname op langere termijn wel waarde toevoegt.⁹⁵ De horizon van beleggers wordt hierdoor extreem verkort omdat alle aandacht uitgaat naar de hoogte van de overnamepremie. Verliesaversie brengt veel aandeelhouders van de doelvennootschap ertoe om hun aandelen te vervreemden zodra het bod is aangekondigd. Als kopers zullen dikwijls optreden beleggers die speculeren op een hoger bod. Binnen korte tijd kan een groot deel van het aandeelhoudersbestand bestaan uit speculanten die druk zullen uitoefenen op een zo hoog mogelijke premie, met alle mogelijke gevolgen van dien voor de slagkracht van de onderneming wegens overmatige schuldfinanciering (nr. 182).⁹⁶

De positie van aandeelhouders van de bidder is heel anders. Deze reageren in de regel kritischer op een overnamebod dan aandeelhouders van de doelvennootschap. Zij zijn erbij gebaat dat de overname op de lange termijn waarde toevoegt en dat niet een te hoge prijs wordt betaald. Een gedachte die daarom nader onderzoek verdient, bijvoorbeeld in het kader van de evaluatie van de Overnamerichtlijn, is om de rol van de aandeelhouders van de *bieder* in het overnameproces te versterken. Bijvoorbeeld door de gestanddoening van een vrijwillig openbaar bod vanaf een zekere drempel te onderwerpen aan de goedkeuring door de AVA van de bidder.⁹⁷ Het bestuur van de bidder zal zijn *business case* dan moeten uitleggen aan zowel bestuur en aandeelhouders van de doelvennootschap als aan zijn eigen aandeelhouders. Het bestuur van de bidder zal de doelvennootschap moeten overtuigen dat een voldoende premie wordt betaald, terwijl het aan zijn eigen aandeelhouders zal moeten verant-

95. Aldus ook Mayer 2013, 90 e.v.; 109 e.v.; vgl. voorts Winter 2011a, 46.

96. Winter 2011a, 46.

97. Te denken valt aan een openbaar bod ter grootte van ten minste 10% van de beurswaarde van de bidder op de sluitingsdag voorafgaand aan de aankondiging van het bod.

woorden dat het bod niet te hoog is.⁹⁸ Grotere betrokkenheid van aandeelhouders van de bidder kan *empire building* tegengaan.⁹⁹

Hierbij geldt wel een aantal *caveats*. AVA-goedkeuring van de bidder geeft geen garantie op geslaagde overnames. Niet alleen bestuurders, ook aandeelhouders kunnen worden gedreven door overmatig optimisme. Denk aan de goedkeuring door Fortis-aandeelhouders van de overname van ABN AMRO. In de tweede plaats zal moeten worden nagedacht over een biedingenstrijd tussen een Europese bidder en een bidder van buiten Europa of een niet-beursgenoteerde bidder. Niet valt uit te sluiten dat Europese bidders in een dergelijk geval op achterstand staan, zodat in die gevallen wellicht van een goedkeuringsplicht moet worden afgezien. Verplichte AVA-goedkeuring van de bidder laat zich in de derde plaats lastig verenigen met een verplicht openbaar bod; het zou zelfs kunnen worden gebruikt om aan de consequenties van een verplicht openbaar bod te ontkomen. Mijn voorstel om de positie van aandeelhouders van de bidder te versterken ziet dus uitsluitend op een vrijwillig openbaar bod. Ten vierde dient de problematiek van *empty voting* onder ogen te worden gezien (zie nr. 197).

Bovenstaande kanttekeningen bij de *market for corporate control* laten vanzelfsprekend onverlet dat talloze overnames succesvol worden afgerond en op lange termijn wel degelijk waarde kunnen genereren.¹⁰⁰ Synergie- en schaalvoordelen kunnen inderdaad groot zijn, terwijl ook een overname die weinig waarde toevoegt vanuit strategisch oogpunt wel degelijk nuttig kan zijn. Ook meen ik dat overnames wel degelijk een nuttige rol *kunnen* spelen wanneer falend management niet door subtielere vormen van disciplineren kan worden gecorrigeerd. Wel moet steeds worden bedacht dat een gedachte van de *market for corporate control* is opgekomen in een vennootschapstraditie waarin de AVA minder zeggenschapsrechten kent dan in Nederland (nr. 185), in een periode waarin coördinatieproblemen groter waren dan vandaag de dag.¹⁰¹ Meer dan in de jaren '80 staan nu andere vormen van disciplineren ter beschikking. Aan de *market for corporate control* ligt de gedachte ten grondslag dat een gespreid aandelenbezit in de weg staat aan effectief toezicht door aandeelhouders. Bij een geconcentreerd aandelenbezit speelt dat probleem niet omdat de controlerend aandeelhouder nauw bij de vennootschap betrokken is, terwijl een openbaar bod zonder zijn instemming niet zal slagen.

98. De belangentegenstelling tussen aandeelhouders van de bidder en de doelvennootschap kan overigens *empty voting* in de hand werken (over *empty voting* en remedies: nr. 197).

99. De AVA van de bidder moet overigens onder het huidige (Nederlandse) recht in bijzondere omstandigheden al worden betrokken, namelijk wanneer goedkeuring nodig is op grond van art. 2:107a BW, of wanneer de AVA het emissiebesluit moet goedkeuren. Vgl. Rebers & Maatman 2012, 380 e.v. Ik zou overigens niet willen afdoen aan eventuele goedkeuring door de RvC of niet-uitvoerende bestuurders.

100. Vgl. Schenk 2010.

101. Dit is in het bijzonder het gevolg van de opkomst van stemadviesbureaus in de laatste 20 jaar (nr. 191).

Van de manieren waarop aandeelhouders een disciplinerende rol kunnen spelen, vormt de *market for corporate control* nog de grofste. Incidenteel nuttig, maar in de regel mag de voorkeur worden gegeven aan subtielere vormen van disciplineren.

184 Beloningsinstrumenten. *‘To run an organization entirely on incentives to personal gain is pretty much a hopeless task’*, zo betoogde Sen in 1977.¹⁰² Met de stijging van de aandelenkoersen in de jaren ’80 en ’90 betoonden voorstanders van de *agency*-theorie zich echter minder sceptisch over beloning in aandelen en opties. Deze beloningsinstrumenten bevorderen immers dat de belangen van bestuurders parallel lopen met die van aandeelhouders, betogen bijvoorbeeld Jensen en Murphy.¹⁰³ Mede dankzij flankerende (belasting-)wetgeving steeg de beloning van bestuurders van grote Amerikaanse vennootschappen in de jaren ’90 dramatisch: bedroeg de gemiddelde beloning van een CEO van een S&P500-fonds in 1992 \$ 2,715 miljoen, waarvan 24% in opties, in 2000 bedroeg de gemiddelde beloning ruim \$ 14 miljoen, waarvan 54% in opties. Verdiende een CEO van een van de 200 grootste Amerikaanse vennootschappen in 1980 gemiddeld 42 maal zo veel als een gemiddelde werknemer, in 2000 was deze verhouding gestegen naar 525:1, om in het crisisjaar 2008 te dalen naar 319:1.¹⁰⁴ Hoewel het vaste salaris tussen 1992 en 2000 procentueel daalde van 38% naar 17% van het totale salaris, steeg het vaste salaris in absolute zin van ruim \$ 1 miljoen naar bijna \$ 2,4 miljoen.¹⁰⁵

Spoedig bleek dat de nieuwe wijze van beloning gepaard kon gaan met de verwezenlijking van een risico dat Steinitzer al in 1908 had beschreven:

‘Wenn die regierende Gruppe über die Möglichkeit verfügt, ihr Interesse an den Resultaten der Unternehmung nach einer gewissen Zeit abzustoßen, so erstreckt sich eben ihr Interesse an möglichst günstigen Resultaten *nur auf diese Zeit*. Es kann für sie vorteilhaft sein, die Ergebnisse der Gesellschaft während dieser Periode ihres Interesses künstlich zu verbessern (...) auch wenn solch temporäres Hinauftreiben der Resultate die Unternehmung später vorübergehend oder dauernd schädigt.’¹⁰⁶

102. Sen 1977, 335.

103. Jensen & Murphy 1990.

104. Lazonick 2010, 143. Ten opzichte van 1992 steeg de totale beloning van CEO’s in de S&P500 gemiddeld met 354% in 2007 en 291% in 2008 (Lazonick 2010, 144).

105. Jensen, Murphy & Wruck 2004, 31. De stijging van de aandelenkoersen in de jaren ’80 en ’90 kan daarom de stijging van bestuurdersbeloningen niet volledig verklaren. Een aanvullende verklaring beschouwt de stijging als symptoom van falend toezicht en als indicatie voor *agency*-problemen. Bestuurders zouden zwak intern toezicht aangrijpen om gunstiger beloningsvoorwaarden voor zichzelf te bedingen. (Walker 2012)

106. Steinitzer 1908, 77; zie nr. 124.

Aldus geschiedde in de jaren '90, zo getuigen boekhoudfraudes als bij Enron, Worldcom, Ahold. Tijdens de internetluchtbel gebruikten bestuurders het vennootschapsvermogen om aandelen in te kopen teneinde de stijgende koersen te 'steunen', terwijl zij in privéhoedanigheid grote winsten maakten door aandelen te verkopen.¹⁰⁷ Het instrument dat *agency*-kosten beoogde te beperken, bleek deze kosten ook te kunnen vergroten.

De ontwikkeling van de beloningen illustreert n.m.m. de negatieve uitwerking van de onjuiste veronderstelling dat bestuurders als *homines economici* slechts met extrinsieke beloningen kunnen worden gemotiveerd. Doordat de beloningstructuur een *homo economicus* veronderstelde, is het gedrag van bestuurders deze veronderstelling gaan bevestigen: *if you pay peanuts, you get monkeys*. Een *focusing illusion*, het overmatig belang toekennen aan de hoogte van de beloning als gevolg van overmatige aandacht ervoor, trad op zodat bestuurders verhoudingsgewijs te veel gewicht toekenden aan de hoogte van de beloning, ook indien het vennootschapsbelang hierdoor werd geschaad.¹⁰⁸ Met Winter meen ik dan ook dat getracht moet worden het functioneren van bestuurders te verbeteren door te streven naar een zo hoog mogelijke *intrinsieke* motivatie. De oplossing hiervoor zou wel eens buiten de beloningensfeer kunnen liggen: het verminderen van de *focusing illusion* vereist een grotere vaste beloningencomponent.

Wanneer in de Nederlandse context wordt gesproken over beloning van bestuurders in aandelen moet niet uit het oog worden verloren dat het instrument ook om een andere reden niet vanzelfsprekend is. In Nederland is immers het vennootschapsbelang niet identiek aan het aandeelhoudersbelang. Wanneer het handelen van bestuurders te zeer op het aandeelhoudersbelang wordt gericht, valt niet uit te sluiten dat zij juist te weinig gewicht toekennen aan andere deelbelangen die in het geding kunnen zijn. Sterker: het Nederlandse recht beoogt juist dat bestuurders hun eigen belangen in het geheel niet zullen meewegen – een eigen persoonlijk belang als gevolg van een substantieel aandelenbelang kan onder omstandigheden leiden tot een tegenstrijdig belang van de bestuurder.

Voor zover bestuurders in aandelen worden beloond, zou ik menen dat deze in beginsel niet mogen worden vervreemd tot bijvoorbeeld twee jaar na het aftreden van de desbetreffende bestuurder.¹⁰⁹ Van de verschillende deelbelangen die aan de vennootschap en haar onderneming zijn verbonden, ligt het langetermijn-aandeelhoudersbelang immers het dichtste bij dat van de vennootschap. Naarmate de vennootschap meer met vreemd vermogen is gefinancierd, kan hiertoe tevens het belang van obligatiehouders worden gerekend. Alsdan

107. Lazonick 2010, 150.

108. Winter 2011b; Kahneman 2011, 402 e.v.

109. Aldus ook Kay 2012, 79.

kan ook een beloning in obligaties kunnen worden overwogen, hetgeen sporadisch reeds geschiedt.

185 Zeggenschap aandeelhouders. In de derde plaats is in de VS sinds de jaren '90 getracht *agency*-kosten te beperken door de zeggenschapspositie van aandeelhouders te versterken. In reactie op het uiteenspatten van de internetluchtbel en de kredietcrisis is in de VS telkens de oplossing gezocht in de versterking van aandeelhoudersrechten. Het Amerikaanse debat kreeg hierdoor een duidelijk andere richting dan het Nederlandse, waar sinds de tweede helft van de jaren 2000 telkens de vraag is gesteld of invloed van aandeelhouders niet te ver was doorgeschoten. Deze tegenstelling valt te verklaren uit het gegeven dat aandeelhouders volgens het recht van de meeste Amerikaanse staten¹¹⁰ aanmerkelijk minder zeggenschapsrechten kennen dan in Europa gebruikelijk is. De verschillende wegen die het *discours* in de VS en in Nederland is ingeslagen bevestigen andermaal hoe contextgebonden het *corporate governance*-debat is en dat algemene blauwdrukken zich moeilijk laten ontwerpen.

Aandeelhouders van Amerikaanse vennootschappen hebben in beginsel geen formele zeggenschap over de vaststelling van de jaarrekening, uitkering van dividend en de uitgifte van aandelen en opties. Belangrijkste disciplineringsmiddelen zijn federale informatieverplichtingen, de *market for corporate control*, afgeleide acties en, in het bijzonder bij tegenstrijdige belangen, aansprakelijkheid van bestuurders. Zeggenschap van aandeelhouders is *grosso modo* beperkt tot de benoeming van bestuurders, en tot het recht van goedkeuring van belangrijke besluiten als statutenwijziging, fusie, verkoop van de gehele onderneming of een zelfstandig onderdeel daarvan en ontbinding.

Ondanks formele zeggenschap over de benoeming van bestuurders is de feitelijke macht van aandeelhouders in de VS beperkt. Afgezien van coördinatieproblemen en aandeelhoudersabsenteïsme hangt dit samen met de wijze waarop traditiegetrouw bij volmacht wordt gestemd. Om aan quorumvereisten (in de praktijk 33–50%) te voldoen bestaat in de VS een traditie van stemmen bij volmacht. Het bestuur benadert daartoe aandeelhouders met stemformulieren teneinde stemvolmachten te verzamelen (*proxy solicitation*).¹¹¹ Weliswaar kunnen ook aandeelhouders stemvolmachten verzamelen, maar in de praktijk is dit een duur en gecompliceerd proces. Een van de methoden waarlangs aandeelhouders proberen hun zeggenschapspositie te versterken is via aanpassing van de (federale) regels inzake *proxy solicitation*.¹¹² Een succesvolle lobby bij de SEC om grootaandeelhouders eenvoudiger toegang tot de volmacht

110. Het Amerikaanse vennootschapsrecht is voornamelijk statenrecht.

111. Voor gedetailleerde beschrijving van dit proces: Van Ginneken 2010, 280 e.v.

112. Bebchuk 2003; Bebchuk 2005, 851 e.v.; zie voorts <http://srp.law.harvard.edu>.

formulieren te geven bij de benoeming van bestuurders is echter vooralsnog gestrand bij de rechter.¹¹³

De Amerikaanse discussie over *proxy solicitation* valt niet los te zien van de controverse over zogenaamde *staggered boards*.¹¹⁴ Vennootschappen met een *staggered board* kennen verschillende klassen bestuurders. In de meeste gevallen zijn er drie klassen bestuurders die ieder voor een andere termijn worden benoemd en tussentijds nauwelijks kunnen worden ontslagen. Jaarlijks worden slechts bestuurders voor (her)benoeming voorgedragen indien een vacature is ontstaan. Ingeval van een vijandige overname kan de overnemer daarom niet in een keer het gehele bestuur vervangen. Sinds de jaren '90 is de oppositie tegen *staggered boards* toegenomen en slagen aandeelhouders er geleidelijk in *staggered boards* te ontmantelen. In de praktijk blijken niet-bindende aandeelhoudersbesluiten en andere drukmiddelen redelijk effectief te zijn, waardoor het aantal *staggered boards* gestaag afneemt.¹¹⁵

Ook andere voorstellen zijn gedaan om de positie van aandeelhouders ten opzichte van het bestuur te versterken. Zo heeft Bebchuk een bindend instructierecht in combinatie met het agenderingsrecht bepleit, alsmede het initiatiefrecht voor statutenwijzigingen. Voorts heeft hij bepleit dat aandeelhouders een grensoverschrijdende omzetting kunnen initiëren. Dit laatste pleidooi houdt verband met het feit dat de meeste Amerikaanse beursvennootschappen zijn opgericht naar het recht van Delaware dat wordt gekenmerkt door een sterke bestuursautonomie. Een door de aandeelhouders geïnitieerde omzetting in een vennootschap naar het recht van een andere staat zou de rechten van aandeelhouders verder kunnen versterken.¹¹⁶

Vooralsnog zijn deze laatste pleidooien, telkens gemotiveerd vanuit een wantrouwen jegens bestuurders en een vertrouwen in de *market for corporate control*, nog niet verwezenlijkt. Meer in het algemeen heeft een lobby om de zeggenschap van aandeelhouders te versterken tegengas ondervonden. Twee proponenten van een sterke positie van het bestuur, Strine en Bainbridge, hekelen de focus van het vennootschapsrecht op *agency*-kosten: '*The primary goal of corporate law (...) is not to prevent failure at each and every firm to the fullest extent possible, but to facilitate the maximum creation of durable societal wealth by all firms.*'¹¹⁷ Strine en Bainbridge betogen dat aandeelhouderswaarde zich het beste laat maximaliseren wanneer het bestuur zo veel mogelijk autonomie behoudt, zulks op de gronden uiteengezet in nr. 5.¹¹⁸ Specialisatie brengt volgens hen nu eenmaal mee dat de vennootschap

113. DC District Court 22 juli 2011, nr. 10–1305 (*Business Roundtable and Chamber of Commerce v. SEC*).

114. Zie bijv. Bebchuk 2005, 853 e.v.

115. Bebchuk 2003.

116. Bebchuk 2005, 865 e.v.; 868 e.v.; 892 e.v.

117. Strine 2006, 1764; vgl. Bainbridge 2012, 24.

118. Bainbridge 2012; Strine 2006; Blair 2012.

wordt geleid door een krachtig bestuur. In een spanningsveld tussen *authority* ten behoeve van het geheel en *accountability* jegens de afzonderlijke delen kiest Bainbridge onomwonden voor de eerste.

186 *The End of History for Corporate Law?* De discussie over de omvang van bestuursautonomie laat zien dat het archetype van de *universitas*, met haar nadruk op het collectieve belang, en de *societas*, die de belangen van individuele aandeelhouders vertegenwoordigt, ook vandaag de dag het debat bepalen. Door het succes van de *agency*-theorie verschuift de balans onmiskenbaar van bestuursautonomie naar zeggenschap van aandeelhouders. Rond de millenniumwisseling had de *agency*-theorie het Amerikaanse *corporate governance*-debat in haar greep gekregen en leek onder leidende academici iedere twijfel aan het eigen gelijk verdwenen. Toen Fukuyama's einde van de geschiedenis al in de geschiedenisboekjes was bijgeschreven, verkondigden Hansmann (Yale) en Kraakman (Harvard) het einde van de vennootschaps-geschiedenis.¹¹⁹ Getuigend van een bijna marxistisch vertrouwen over het verloop van de geschiedenis betoogden zij op normatieve en empirische gronden het primaat van het aandeelhoudersbelang:

'The triumph of the shareholder-oriented model of the corporation over its principal competitors is now assured, even if it was problematic as recently as twenty-five years ago. Logic alone did not establish the superiority of this standard model or of the prescriptive rules that it implies (...). Rather, the standard model earned its position as the dominant model of the corporation the hard way, by out-competing (...) the three alternative models of corporate governance. (...) We predict, therefore, that as equity markets evolve in Europe and throughout the developed world, the ideological and competitive attractions of the standard model will become indisputable, even among legal academics. And as the goal of shareholder primacy becomes second nature even to politicians, convergence in most aspects of the law and practice of corporate governance is sure to follow.'¹²⁰

Onder beleggers vond en vindt de *agency*-theorie nog steeds brede ingang. Ook veel bestuurders waren spoedig overtuigd van de merites van de theorie, al dan niet uit eigenbelang. Geholpen door aandelen- en optiepakketten hadden bestuurders in het algemeen weinig bezwaar om aandeelhouders met stijgende uitkeringen en aandeleninkopen tegemoet te komen. Hanteerden ondernemingen tot in de jaren '70 veelal een politiek van *retain and reinvest*, mede als gevolg van de opkomst van de *agency*-theorie luidde sindsdien *downsize and*

119. Hansmann & Kraakman 2001.

120. Hansmann & Kraakman 2001, 468.

distribute het parool.¹²¹ Tussen 1997 en 2008 stegen de jaarlijkse dividend-uitkeringen van 438 van de S&P500-vennootschappen die ook in 1997 genoteerd waren van gemiddeld \$ 200 miljoen (1997) naar \$ 600 miljoen (2008) per vennootschap.¹²² In het crisisjaar 2008 stegen de totale dividend-uitkeringen nog in absolute zin met \$ 5 miljard, en waren de totale dividend-uitkeringen 1,86 maal hoger dan de totale netto-winsten.¹²³ De gemiddelde aandeleninkopen per S&P500-vennootschap maakten, zeker afgezet tegen de nettowinsten, een veel dramatischer stijging door.¹²⁴

	Gemiddelde inkoop per vennootschap	Inkoop / winst (%)
1990–1994	\$ 69 miljoen per jaar (gemiddeld)	23%
1995–1999	\$ 285 miljoen per jaar (gemiddeld)	44%
2007	\$ 523 miljoen	90%
2008	\$ 369 miljoen	280%

Vanuit het perspectief van de *agency*-theorie moeten deze cijfers positief worden gewaardeerd, niet alleen omdat zij erop duiden dat *agency*-kosten zijn bespaard, maar ook omdat de markt beter dan bestuurders van vennootschappen in staat geacht wordt om schaarse middelen op efficiënte wijze te alloceren.

Een ander perspectief is ook denkbaar. Terwijl de VS jaarlijks \$ 31 miljard publiek geld aan geneesmiddelenonderzoek investeren, kocht Pfizer tussen 2000–2008 voor \$ 50,6 miljard aan aandelen in, Johnson & Johnson \$ 33,3 miljard en Merck \$ 18,7 miljard; de fabrikanten schreven het gegeven dat geneesmiddelenprijzen in de VS hoger zijn dan in andere westerse landen toe aan de kosten voor O&O.¹²⁵ Ik roep in herinnering dat de in nr. 182 genoemde zeven Amerikaanse banken tussen 2000–2007 voor meer dan \$ 172 miljard aan aandelen inkochten. Lehman Brothers kocht in 2006/2007 nog voor \$ 5,6 miljard aan aandelen in en ging in 2008 failliet; de overige genoemde banken moesten met overheidsgeld worden ondersteund of gered.

121. Lazonick 2010; Masouros 2012.

122. Lazonick 2010, 149; vgl. voorts Masouros 2012, 133 e.v.

123. Lazonick 2010, 148.

124. Ontleend aan Lazonick 2010; de cijfers 1990–1994 en 1995–1999 zijn gebaseerd op die van 373 vennootschappen die in 2008 deel uitmaakten van de S&P500 en in 1990 genoteerd waren; de cijfers van 2007 en 2008 zijn ontleend aan 438 S&P-vennootschappen die vanaf 1997 genoteerd waren.

125. Lazonick 2010.

9.1.4 *De agency-theorie nader beschouwd*

187 Enkele kanttekeningen. De *agency*-theorie heeft het inzicht in de tegenstrijdige belangen binnen vennootschapsverhoudingen verscherpt. Wie er oog voor heeft ziet overal *agency*-problemen. De *agency*-leer heeft bijgedragen aan een minder idealistische visie op de onderneming; dat beschouw ik niet als een groot verlies. De rechtseconomische benadering heeft de potentie om de belangen en verhoudingen binnen de vennootschap scherper over het voetlicht te brengen.

Toch vallen er – afgezien van de in § 9.1.2 behandelde veronderstellingen – de nodige kanttekeningen te plaatsen. De *agency*-theorie is gepreoccupeerd met het voorkomen van mislukkingen in plaats van het bevorderen van succes.¹²⁶ Op basis van de veronderstelling dat de contante waarde van een investering vooraf nauwkeurig valt in te schatten is de theorie erop gericht om de vennootschap overtollige kasstromen uit te laten braken (nr. 177). Bij inefficiënt georganiseerde vennootschappen kan een dergelijke strategie wellicht goed uitpakken, maar wanneer deze ten koste gaat van langetermijninvesteringen en innovatie, dan kan het middel ernstiger zijn dan de kwaal. Ook in een ander opzicht is de theorie eenzijdig. Een belangrijke doelstelling van het privaatrecht is het zoeken naar een juiste verhouding tussen rechtszekerheid, rechtvaardigheid en doelmatigheid;¹²⁷ aandacht voor doelmatigheid schept ruimte voor een rechtseconomische benadering: geworteld in de utilitaristische traditie, richt zij zich op welvaartsmaximalisatie van aandeelhouders teneinde maatschappelijke welvaart te bevorderen. Als gezichtspunt is deze benadering onmiskenbaar waardevol; niet als enige maatstaf. Utilitarisme kan immers op gespannen voet komen met rechten van individuen, terwijl de rechtszekerheid geen rol van betekenis lijkt te spelen binnen de theorie. Het vennootschapsrecht richt zich niet alléén op welvaartsmaximalisatie: open normen impliceren bijvoorbeeld belangenpluralisme en kwalitatieve afwegingen die niet in een kwantitatief modelmatig kader te vatten zijn.

De *agency*-theorie berust bovendien op een opvatting over rechtspersoonlijkheid die niet te verenigen valt met het Nederlandse recht: *The firm is not an individual*, maar slechts een *nexus of contracts*.¹²⁸ Ik heb er op zichzelf geen bezwaar tegen om met De Kluiver dogmatische discussies over het wezen van rechtspersoonlijkheid achter ons te laten wanneer een antropomorf rechtspersoonlijkheidsbegrip misleidend werkt voor een werkelijke analyse.¹²⁹

126. Bainbridge 2012.

127. Loth 2010 onder verwijzing naar Radbruch. Vgl. voorts Keay 2011, 81.

128. Vgl. Keay 2011, 192.

129. De Kluiver 2013, 91. Evenals De Kluiver 2013, 92 e.v. bouw ik bijvoorbeeld in nr. 182 en 206 voort op een rechtseconomische analyse van beperkte aansprakelijkheid en het risico op externaliteiten.

Mijn probleem met de *nexus of contracts*-benadering is dat zijzelf juist een misleidende analyse geeft.¹³⁰ Zij beschouwt een *firm* als een bundeling van rechtsverhoudingen, niet als knooppunt van rechten en verplichtingen. Hierdoor kunnen de grenzen van de *firm* niet eenvoudig meer worden afgebakend. Wanneer bijvoorbeeld toeleverancier A een duurovereenkomst aangaat met *firm* B en zijn organisatie hierop afstemt, valt vanuit de *nexus of contracts*-benadering zowel te verdedigen dat *firm* A deel uitmaakt van *firm* B, als andersom. Met een *nexus of contracts*-benadering kan men lastig uit de voeten wanneer een conflict tussen beide ontstaat, bijvoorbeeld omdat B het contract onverhoeds opzegt.

Ook in andere opzichten wringt de *nexus of contracts*-benadering en de *agency*-theorie die hierop voortbouwt. Slechts aandeelhouders dragen het *residual risk* en genieten de *residual rights of control*, twee eigenschappen die worden geassocieerd met de rechten van een eigenaar.¹³¹ Vanuit deze twee proposities worden aandeelhouders in de *agency*-theorie wel aangemerkt als *owners of the firm*.¹³² Tegelijk worden aandeelhouders in de *nexus of contracts*-benadering als crediteur beschouwd, wanneer zij worden betiteld als *residual claimants*. Daarmee wordt in vier opzichten spraakverwarring gecreëerd.¹³³ Vooreerst vallen de hoedanigheid van eigenaar en crediteur bezwaarlijk met elkaar te verenigen. In de tweede plaats vormt de hoedanigheid van *owners of the firm* een ontkenning van de rechtspersoonlijkheid. Dit is meer dan alleen juridisch-technische kritiek aan het adres van economen: als gevolg van de extreem individualistische invalshoek wordt onvoldoende aandacht besteed aan de voorwaarden waaronder samenwerking in een collectief kan leiden tot een resultaat dat méér is dan de som der delen.¹³⁴ De *agency*-theorie beziet de wereld vanuit de bril van de *owners* en veronachtzaamt de vraag onder welke condities een samenwerking tussen de verschillende productiefactoren welvaart het beste kan bevorderen.

Ten derde: niet de aandeelhouders zijn principalen, maar de vennootschap, ook onder het Amerikaanse recht.¹³⁵ In de vierde plaats zijn aandeelhouders niet op dezelfde wijze als een eigenaar aansprakelijk jegens derden: zij zijn

130. Overigens betoogt De Kluiver 2013, 87 ten onrechte dat de *nexus of contracts*-benadering sterk lijkt op de oude Nederlandse contractuele leer (nr. 177, 133 en 151). Ook Raaijmakers 2006, 308 verliest uit het oog dat aan de *nexus of contracts* een wezenlijk ander concept ten grondslag ligt dan aan de contractuele leer volgens welke de NV een gekwalificeerde maatschap is.

131. Jensen & Meckling, 1976, 331; Easterbrook & Fischel 1991, 12 e.v.

132. Hansmann 1988 en Friedman 1970.

133. Vgl. Robé 2011, 58 e.v.; Stout 2012; Blair 2012; Keay 2011, 100 e.v.; 105 e.v.

134. Overigens is ook binnen het *nexus of contracts*-paradigma een alternatief mogelijk dat meer gewicht toekent aan de samenwerking van de uiteenlopende *constituencies* ten behoeve van het collectief, zo blijkt uit de *team production*-theorie, ontwikkeld door Blair 2003, Blair 2012 en Stout 2012.

135. Stout 2012, 24 e.v.; Robé 2011.

immers jegens de vennootschap beperkt aansprakelijk en, een enkele uitzondering daargelaten, niet jegens derden aansprakelijk voor schulden van de vennootschap.

De spraakverwarring leidt in de *agency*-theorie tot selectief winkelen: vanuit de propositie dat aandeelhouders eigenaar van de vennootschap zijn wordt betoogd dat aandeelhouders de zeggenschapsrechten dienen te genieten die met de hoedanigheid van eigenaar overeenstemmen.¹³⁶ *Agency*-denkers verliezen daarmee de rechtspersoonlijkheid en haar consequenties uit het oog, maar erkennen deze weer wel wanneer het gaat om schulden van de vennootschap. Aandeelhouders worden als eigenaar gekenschetst, zonder dat zij de aansprakelijkheidsrisico's lopen die aan eigendom verbonden zijn.

Hoewel aspecten van de *agency*-theorie onmiskenbaar bijdragen aan een goed begrip van de belangen en belangenconflicten binnen de vennootschap, schiet de *agency*-theorie tekort als alomvattend analytisch en normatief kader voor het Nederlandse vennootschapsrecht.

188 Belanghebbenden bij de vennootschap Tot de aspecten die wél nuttig zijn behoort de economische analyse van de verhouding van de aandeelhouder tot de vennootschap. De waarde van een aandeel komt in theorie overeen met de contante waarde van alle in de toekomst te verwachten uitkeringen op dit aandeel. Naarmate de hoogte van toekomstige uitkeringen hoger wordt ingeschat, stijgt de waarde van een aandeel, in theorie tot in het oneindige. Deze waarde kan echter in beginsel niet dalen tot onder 0, omdat de houder van een volgestort aandeel niet tegen zijn zin enige verplichting kan worden opgelegd (vgl. art. 2:81 BW). Doordat de waarde van een aandeel kan worden beïnvloed door gebeurtenissen en ontwikkelingen op alle niveaus binnen de vennootschap en haar onderneming, is de waarde van een aandeel, de *residual claim*, zeer volatiel.

Volgens de klassieke *agency*-leer van de jaren '70, '80 en '90 zijn aandeelhouders de enige *residual claimants*, althans worden 'andere' crediteuren voldoende beschermd door hun contract met de vennootschap, het (arbeids) overeenkomstenrecht en/of het faillissementsrecht. Hoewel deze opvatting ook vandaag de dag nog wordt aangehangen, staat zij niet buiten kritiek.¹³⁷ Dit is betrekkelijk evident met betrekking tot crediteuren uit hoofde van onrechtmatige daad. Deze crediteuren zijn ongewild in deze rechtsverhouding tot de vennootschap gekomen, zonder dat zij hun risico's door middel van een overeenkomst hebben kunnen beperken. Maar ook zij die wél in een contractuele rechtsverhouding tot de vennootschap staan kunnen een belang bij het succes van de vennootschap hebben.

136. Zie bijv. Bebchuk 2005.

137. Zie bijv. Black 2001, 25 e.v.; Blair 2012; Freeman e.a. 2010; Keay 2011, 93.

Neem bijvoorbeeld een obligatiehouder. Ook buiten een faillissements-situatie fluctueert de economische waarde van diens vordering – in theorie is deze gelijk aan de obligatiekoers. De fluctuatie is wellicht minder volatiel dan de waarde van een aandeel, maar niettemin hangt de waarde van een vordering mede af van de kans dat de vennootschap ooit faillieert of anderszins haar schuld niet zal (kunnen) voldoen.

In nr. 182 bleek reeds dat aandeelhouders, ondanks hun achterstelling in faillissement, de economische waarde van vorderingsrechten van crediteuren kunnen beïnvloeden. Dat geschiedt vooral naarmate zij meer met vreemd vermogen zijn gefinancierd zoals banken. Maar ook offensief aandeelhouders-activisme (nr. 11) kan een externaliteit aan crediteuren opleggen. De winst van aandeelhouders kan gepaard gaan met significant negatieve gevolgen voor obligatiehouders, zowel op de korte als middellange termijn.¹³⁸ Aandeelhoudersactivisme kan bovendien negatieve gevolgen hebben voor de leningvoorwaarden die banken stellen.¹³⁹ Verhoging van aandeelhouderswaarde behoeft dus niet per se waarde te creëren, maar kan door het opleggen van externaliteit er ook toe leiden dat aandeelhouders zich een groter deel van de taart toe-eigenen *ten koste van* andere betrokkenen. Hierdoor komt de veronderstelling dat sturing op aandeelhouderswaarde ook de belangen van andere betrokkenen dient onder druk te staan.

Ook aan werknemers kunnen externaliteiten worden opgelegd.¹⁴⁰ Werknemers hebben belang bij het succes van de vennootschap en haar onderneming: zij vergaren bijvoorbeeld kennis en vaardigheden die in de specifieke onderneming waardevol zijn en waarvoor zij dienovereenkomstig worden beloond, maar die elders niet (in gelijke mate) te gelde kunnen worden gemaakt (*firm-specific investments*; zie nr. 2 en 5).¹⁴¹ Deze *firm-specific investments* gaan verloren bij ontslag of faillissement van de vennootschap. Soms nemen werknemers bovendien genoegen met een lager salaris in de verwachting dat zij op een later moment binnen de onderneming promotie zullen maken. Bij faillissement zal deze verwachting zich niet uitbetalen, zodat de werknemer ook in zoverre een belang heeft bij het succes van de vennootschap. Ook via variabele beloningen kan het belang van werknemers zijn verbonden met dat van de vennootschap. In psychische en sociale termen is ontslag veelal belastend en het leidt niet zelden tot (tijdelijke) vermindering van inkomen.

138. Klein & Zur 2011 onderzochten 635 gevallen van *hedge* fonds-activisme tussen 1994 en 2006. Rondom het begin van het aandeelhoudersactivisme bedraagt het gemiddelde verlies 3,9%, terwijl obligatiehouders in het volgende jaar een extra gemiddeld verlies van 4,5% maken. De kans op een afwaardering door een *rating agency* in het jaar na de aanvang van het activisme bedroeg 29% tegen 13% in de controlegroep.

139. Denk aan hoogte van de rente, *covenants* en onderpand (Xu & Li 2010).

140. Lazonick & O'Sullivan 2000.

141. Black 2001, 25 e.v.; Blair 2012; Keay 2011, 88; 93; Mayer 2013, 146.

Ook hieruit blijkt dat het belang van werknemers niet (geheel) door het arbeidsovereenkomstenrecht wordt gecompenseerd. Anders dan aandeelhouders kunnen werknemers hun belang bij de vennootschap maar zeer beperkt spreiden en verzekeren.

Wanneer de belangen van werknemers kunnen worden geofferd aan het aandeelhoudersbelang, kan dit zijn weerslag hebben op de mate waarin deze zich, bijvoorbeeld via *firm-specific investments*, aan de vennootschap zullen committeren. Zij zullen eerder het gedrag van een *homo economicus* gaan vertonen, terwijl intrinsieke motivatie hieronder kan lijden (nr. 180).¹⁴²

Het belang van werknemers en crediteuren heeft in beginsel een bovengrens, althans het groeit in beginsel niet in gelijke mate als dat van de aandeelhouders met het succes van de vennootschap. De schade kan anderzijds groot zijn in geval van faillissement. Uit het gegeven dat de belangen van crediteuren en werknemers voornamelijk negatief van aard zijn, vloeit m.i. voort dat deze vooral in acht moeten worden genomen wanneer zij worden *bedreigd*.

Hoewel kortom crediteuren en werknemers baat hebben bij een succesvolle vennootschap en onderneming, is hun belang door een beperkte of afwezige *upside* niet in gelijke mate als dat van aandeelhouders ermee verbonden. Anders dan de belangen van aandeelhouders zijn die van werknemers meer specifiek: niet iedere gebeurtenis binnen de vennootschap of onderneming beïnvloedt de positie van werknemers en crediteuren. Via het medezeggenschapsrecht komt de bijzondere gerichtheid van de belangen van werknemers tot uitdrukking: werknemers kunnen met name invloed uitoefenen op de deelterreinen die voor werknemers van belang zijn. Langs een andere weg is hetzelfde fenomeen zichtbaar bij bankleningen: naarmate het belang van de bank meer in het geding is, bijvoorbeeld wanneer de vennootschap in problemen verkeert, zal de bank beter geïnformeerd worden en zich langs contractuele weg van zeggenschap willen voorzien.

Met aandeelhouders, crediteuren en werknemers is het veld van belanghebbenden niet in kaart gebracht – ook toeleveranciers, klanten en de nationale of plaatselijke overheid kunnen gebaat zijn bij het succes van de vennootschap; de kredietcrisis heeft laten zien dat zelfs buitenlandse overheden, en daarmee buitenlandse belastingbetalers belanghebbenden kunnen zijn.¹⁴³

Deze korte schets van verschillende belanghebbenden kan de veronderstelling dat aandeelhouders de enige *residual claimants* zijn wellicht bijstellen, maar volgt hieruit een coherent en werkbaar alternatief? Kritiek op de verschillende *stakeholder*-benaderingen is dat zich op basis van zo veel

142. Mayer 2013, 144. Het omgekeerde is vanzelfsprekend ook mogelijk: naarmate de vennootschap meer met eigen vermogen is gefinancierd, kunnen werknemers (vakbonden) externaliteiten aan de aandeelhouders opleggen door bijvoorbeeld hoge looneisen (Mayer 2013, 177).

143. Nader Freeman e.a. 2010 en (kritischer): Keay 2011, 114 e.v.

verschillende, potentieel tegenstrijdige belangen nauwelijks een helder vennootschapsbelang, een eenduidige richting laat distilleren.¹⁴⁴ De kritiek van *agency*-denkers, dat het bestuur hierdoor een oncontroleerbare discretionaire bevoegdheid krijgt die kan leiden tot inefficiënties, is niet geheel zonder grond. Tegelijk blijkt het *agency*-model de werkelijkheid zodanig te vereenvoudigen, dat het aan geloofwaardigheid inboet.

189 *Enlightened stakeholder en shareholder value.* Sinds de eeuwwisseling wordt er gezocht naar een middenweg in het *shareholder/stakeholder*-debat. Een welkome bijdrage levert Jensen met zijn *enlightened stakeholder value*-voorstel. Jensen houdt vast aan een duidelijke bestuursopdracht, maar rekent daartoe niet langer het maximaliseren van het aandeelhoudersbelang *sec*: bestuurders dienen volgens hem de *totale marktwaarde* te maximaliseren. Daartoe rekent hij niet alleen de waarde van het eigen vermogen, maar ook de marktwaarde van andere financiële claims, waaronder schulden, preferente aandelen en *warrants*.¹⁴⁵

Hoezeer dit genuanceerde voorstel de voorkeur verdient boven het ongeclausuleerde primaat van het aandeelhoudersbelang, aan de uitwerking door Jensen is een bezwaar verbonden dat typerend lijkt voor *agency*-denkers: uit voorliefde voor kwantificeerbare gegevens worden niet-kwantificeerbare (kwalitatieve) elementen onvoldoende in aanmerking genomen. Denk bijvoorbeeld aan de belangen van werknemers of van lastig te waarderen vorderingen van crediteuren uit hoofde van onrechtmatige daad. Doordat niet of lastig kwantificeerbare gegevens buiten het zicht van de radar blijven, wordt de claim dat de *agency*-leer (ook in de door Jensen genuanceerde variant) leidt tot welvaartsmaximalisatie ondergraven: niet alleen bij de probleemanalyse, ook bij de voorgedragen oplossingen blijft een deel van de werkelijkheid buiten beschouwing. Dat blijkt bijvoorbeeld uit Jensens voorstel om de bestuurstaak zodanig te definiëren dat deze slechts is gericht op het maximaliseren van kwantificeerbare waarden.¹⁴⁶ Jensens voorstel blijft het paard achter de wagen spannen door de bestuurstaak te laten afhangen van hetgeen gekwantificeerd kan worden. Mayer:

144. Jensen 2001; vgl. vanuit een *stakeholder*-benadering: Freeman e.a. 2010.

145. Jensen 2001. Ook Bebchuk heeft althans ten aanzien van de banken erkend dat er meer *residual claimants* bestaan dan aandeelhouders; dit inzicht wordt evenwel vooralsnog niet weerspiegeld in zijn opvattingen over *corporate governance* (Bebchuk & Spamann 2010).

146. Cools & Van Praag 2001 zijn in dit verband illustratief. Zij bepleiten één kwantificeerbare ondernemingsdoelstelling: '[H]et is onmogelijk om meerdere doelstellingen tegelijkertijd te optimaliseren. Alle inspanning zal immers worden gericht op die subdoelstelling die per eenheid inspanning de grootste bijdrage levert aan het over het geheel te bereiken doel, bijvoorbeeld maximaal aandelenrendement of winstmaximalisatie. Het is wel mogelijk om per subdoelstelling een minimumniveau te formuleren, maar niet om meerdere doelstellingen tegelijkertijd te optimaliseren, tenzij ze monotone transformaties van elkaar zijn.' Zo proberen *agency*-denkers telkens weer de pluriforme werkelijkheid zodanig te reduceren dat zij in kwantificeerbare modellen valt te vangen. Wanneer het succes van een onderneming

‘We should start at the other end and determine what we want firms to do and then establish the metrics by which we evaluate their performance.’¹⁴⁷

In het VK is getracht om ook niet-kwantificeerbare waarden in de bestuurs-taak te betrekken. Volgens de *Companies Act 2006* staat weliswaar het aandeelhoudersbelang voorop, maar dient het bestuur binnen dit afgebakende kader gewicht toe te kennen aan de belangen van de diverse belanghebbenden en aan externaliteiten zoals het milieu.¹⁴⁸ Het gematigde pluralisme, ook wel bekend als *enlightened shareholder value*, is minder eenzijdig doordat het bestuur verschillende, ook niet-kwantificeerbare belangen, in aanmerking moet nemen. Het bezwaar van althans deze vorm van *enlightened shareholder value* is dat het in wezen gaat om een vorm van *window dressing*: andere deelbelangen kunnen slechts in aanmerking worden genomen *binnen het primaat* van het aandeelhoudersbelang, ook indien een deelbelang onevenredig dreigt te worden geschaad.¹⁴⁹

Intussen wordt een andere vorm van *enlightened shareholder value* door Van Ginneken en Timmerman gepropageerd: geïnspireerd door de *Corporate Governance Code* stellen zij het creëren van langetermijn-aandeelhouderswaarde voorop. Teneinde dat doel te bereiken moeten verschillende belangen in acht worden genomen, waaronder het belang van aandeelhouders en andere betrokkenen.¹⁵⁰ Hoewel ik dit alternatief in de rechtseconomische literatuur nog niet ben tegengekomen, zou het mij verbazen wanneer het op instemming zou kunnen rekenen. Het door Van Ginneken en Timmerman verdedigde alternatief geeft immers opnieuw een discretionaire bevoegdheid aan het bestuur: de mogelijkheid dat een deelbelang prevaleert vereist immers een

vervolgens wordt gemeten aan de hand van een maatstaf die eveneens reductionistisch is, dan behoeft het niet te verbazen dat vraagstelling en onderzoeksuitkomst cirkelvormige contouren vertonen. Zo onderzochten Cools & Van Praag 2001 de doelstellingen die ondernemingen zichzelf stellen, waaronder kwantificeerbare en kwalitatieve doelstellingen. Zij concludeerden dat ondernemingen die één kwantificeerbare doelstelling hanteren een hoger aandelenrendement hanteren dan ondernemingen die verscheidene kwantificeerbare doelen en/of kwalitatieve doelen stellen.

147. Mayer 2013, 159.

148. *Section 172(1) Companies Act* bepaalt (onderstr. MdJ): *‘A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company’s employees, (c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company’s operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company.’*

149. Keay 2007; Mayer 2013, 30 e.v.; Verdam 2013. Overigens laat *Section 172(3) Companies Act* wel de mogelijkheid open dat op grond van een bijzondere regel voorrang moet worden gegeven aan de belangen van crediteuren.

150. Van Ginneken & Timmerman 2011, 604 e.v.

afweging die mede berust op kwalitatieve gezichtspunten. Hierdoor wordt volgens *agency*-denkers een subjectief, niet controleerbaar element geïntroduceerd.¹⁵¹

In zijn essay *The Hedgehog and the Fox* introduceert Isaiah Berlin aan de hand van een fragment van de Griekse dichter Archilochus over de egel en de vos twee archetypen van denken: gesteld voor problemen, vindt de creatieve vos telkens weer een nieuwe uitweg; de egel heeft maar één oplossing voor alle gevaren: de egelstelling.

‘For there exists a great chasm between those, on one side, who relate everything to a single central vision, one system, less or more coherent or articulate, in terms of which they understand, think and feel – a single universal, organising principle in terms of which alone all that they are and say has significance – and, on the other side, those who pursue many ends, often unrelated and even contradictory, connected, if at all, only in some *de facto* way (...) related to no moral or aesthetic principle.’¹⁵²

Agency-denkers redeneren als een egel. Zij creëren een gesloten wereldbeeld, kiezen één perspectief, één kwantificeerbare maatstaf en vegen andere waarden en belangen die niet in de kwantificeerbare mal passen onder het tapijt. Is het alternatief net zo elegant, in wiskundige formules, in een platonische leer te vatten? Gelukkig is de wereld niet zo eenvoudig.

Alvorens ik in het volgende hoofdstuk mijn eigen ideeën op dit punt uiteen zal zetten, pak ik de historische draad weer op en keer terug naar situatie in Nederland aan het eind van de jaren '80.

9.2 Nederland

9.2.1 Herstel van checks and balances

190 Beschermingsconstructies ter discussie. Halverwege de jaren '80, zo bleek in § 9.1, maakte in de VS de *agency*-theorie furore. De jurisprudentie van het Delaware *Supreme Court* ten spijt, een golf van (soms vijandige) overnames werd via de *market for corporate control* van een ideologische basis voorzien.¹⁵³ In Nederland woedde tegelijkertijd een geruchtmakende overnamestrijd om

151. Zie bijv. Jensen 2001; Easterbrook & Fischel 1991, 38.

152. Berlin 1953 (2000), 436.

153. Van Ginneken 2010, 119 e.v.; Van Ginneken 2010, 125 e.v. gaat uitvoerig in op enkele belangrijke uitspraken van het Delaware *Supreme Court*, waaronder vooral *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) en *Revlon v. Mac Andrews & Forbes Holding*, 506, A.2d 173 (Del. 1986).

Kluwer die zich met beschermingsaandelen verweerde tegen de ongewenste avances van Elsevier. Kluwer wendde zich tot ‘witte ridder’ Wolters-Samsom die uiteindelijk de strijd in haar voordeel beslechtte. De zeggenschap van beurs-aandeelhouders was halverwege de jaren '80 tot een minimum gereduceerd, zo bleek in nr. 175.¹⁵⁴

In deze periode kwam ook een voorzichtige tegenbeweging op gang.¹⁵⁵ In haar jaarverslag van 1985 betoogde de VvdE dat de zeggenschapspositie van aandeelhouders ten opzichte van het bestuur moest worden versterkt.¹⁵⁶ De VvdE reageerde kritisch op de door haar benoemde Commissie Van der Grinten die adviseerde over de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen. Onderhandelingen tussen de VvdE en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) mondden in oktober 1989 uit in enige regulering in Bijlage X bij het Fondsenreglement.¹⁵⁷ Bijlage X liet betrekkelijk veel ruimte voor de bestaande beschermingsconstructies en vormde daardoor in zekere zin een legitimering ervan. Daarmee was de discussie echter niet de wereld uit: telkens weer werd de legitimiteit van beschermingsprefs ter discussie gesteld. Dit leidde onder andere tot een aanscherping van Bijlage X in oktober 1992.¹⁵⁸

De aanzwellende literatuur over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in de jaren '90 hangt mede samen met de discussie over de Overnamerichtlijn. Het eerste ontwerp van 1996 leunde sterk op de Britse traditie die uitgaat van het primaat van het aandeelhoudersbelang en die vertrouwd is met vennootschappen met een gespreid aandelenbezit. Dit ontwerp hield nauwelijks rekening met het gegeven dat veel continentale beurs-NV's een geconcentreerd aandelenbezit kennen zodat de *market for corporate control* er anders functioneert. Dit richtlijnontwerp liet niet-juridische oligarchische structuren, zoals piramideconstructies buiten beschouwing. Dergelijke constructies waren vooral in zwang in Zuid-Europa waar de concentratie van zeggenschap gemiddeld het grootste is. Het ontwerp had vooral juridische beschermingsmaatregelen op het oog die in Nederland gebruikelijk zijn. De vraag rees daarom of het ontwerp Nederlandse vennootschappen niet

154. Vgl. Slagter 1988, 13.

155. Frentrop 2002, 353 e.v.; Frentrop 2013, 160 e.v. De eerste verwijzingen in de literatuur naar de *agency*-theorie vallen in deze periode te signaleren. Bijv. Slagter 1988, 18 e.v., die overigens op p. 23 de gedachte van Jensen & Meckling 1976 verwerpt, dat de NV in het *agency*-stamien valt te vatten. Zie reeds Barkema en Moerland in NV 62 (1984), 168 e.v. en het themanummer van de NV 65/1 (1987) gewijd aan optiebeloning.

156. Jaarverslag VvdE 1985, aangehaald in Frentrop 2002, 354.

157. Zie Bundel NV en BV, VIIbB, 1–18; 23 e.v.; 40 e.v.

158. Bundel NV en BV VIIbB – 67 e.v.; Asser-Maeijer 2-II (1994), nr. 414.

bovenmatig kwetsbaar maakte voor buitenlandse overnames.¹⁵⁹ Volgens critici ontbrak niet alleen binnen Europa, maar ook tussen Europa en bijvoorbeeld de VS een gelijk speelveld. Uiteindelijk is in 2004 de sterk verwaterde Overnamerichtlijn aangenomen.¹⁶⁰

Vanaf het einde van de jaren '90 voegde zich het wetsvoorstel inzake de doorbreking van beschermingsconstructies in de publieke discussie.¹⁶¹ Dit voorstel was het resultaat van een compromis tussen minister Zalm en de VEUO en bepaalde dat een aandeelhouder die een jaar lang 70% van de aandelen bezat bij de rechter om doorbreking van bestaande beschermingsconstructies kon verzoeken.¹⁶² Het voorstel ontmoette veel kritiek en is uiteindelijk ingetrokken.

In de verwachting dat beschermingsconstructies door (Europese) wetgeving zouden worden ingeperkt, zijn verschillende vennootschappen in de jaren '90 ertoe overgegaan om (veelal niet genoteerde) financieringspreferente aandelen aan bevriende banken en verzekeraars uit te geven. De strekking van deze emissies was de houders te voorzien van een stabiele dividendstroom en de vennootschap van een betrouwbare groot-aandeelhouder.¹⁶³ Naar Duits voorbeeld werd beoogd om kruisverbanden tussen banken en beurs-NV's te bevorderen en de kwetsbaarheid van beurs-NV's te verminderen. Deze ontwikkeling heeft zich uiteindelijk niet over de volle breedte voortgezet, onder andere vanwege het risico op tegenstrijdige belangen op het niveau van de bank of verzekeraar. Bovendien beperkte het preferente karakter van de aandelen de noodzaak bij de bank of verzekeraar de prikkel tot een actieve toezichhoudende rol.

Naast telkens terugkerende argumenten¹⁶⁴ traden in het debat over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies het subsidiariteits- en evenredigheidsbeginsel herhaaldelijk naar voren. Zo werden permanente oligarchische clausules zoals certificering en prioriteitsaandelen in het algemeen kritischer

159. Voor een overzicht van de literatuur over de merites van beschermingsconstructies en over de geschiedenis van de Overnamerichtlijn, zie Van Ginneken 2010, 26 e.v. en 72 e.v. Voorts Asser/Maeijer 2-III (1994) en (2000), nr. 411–414 met een samenvatting van de belangrijkste ontwikkelingen voor 1994 en tussen 1994 en 2000. Vgl. de notitie van de minister van financiën van 1 februari 1991, Bundel NV en BV VIIbB – 53 e.v.

160. Zie Nieuwe Weme & Van Solinge 2008 en Van Ginneken 2010, 77 allen met verdere verwijzingen.

161. TK 1997–1998, 25 732, nr. 2.

162. Zie Van Ginneken 2010, 26 e.v. met verdere literatuurverwijzingen.

163. Aanvullend argument was de 'hefboomfunctie': de financieringspreferente aandelen kenden een preferent, maar in omvang beperkt dividendrecht. Bij een hoge winst stijgt het dividend voor de gewone aandeelhouders niet alleen absoluut, maar ook relatief ten opzichte van de preferente aandeelhouders. Vanzelfsprekend werkt die hefboom ook in omgekeerde richting; voor dat aspect bestond in een *bull market* aan het einde van de jaren '90 minder aandacht.

164. Beschermingsconstructies beperken het toezicht door aandeelhouders op het bestuur en belemmeren de overnamemarkt. Bovendien zouden zij een negatief koerseffect hebben.

beoordeeld dan tijdelijke beschermingsmaatregelen.¹⁶⁵ Deze kritiek getuigt van subsidiariteitsbesef dat bescherming (en daarmee inperking van de zeggenschap van aandeelhouders) niet verder dient te gaan dan noodzakelijk.¹⁶⁶ Dit leidde ertoe dat permanente oligarchische regelingen bij beurs-NV's duidelijk aan populariteit inboetten.¹⁶⁷

Tijdelijke bescherming van beurs-NV's door middel van beschermingsprefs bleef echter onverminderd populair.¹⁶⁸ Waar voorheen de vrijheid van het bestuur bij de uitgifte van beschermingsprefs voorop werd gesteld (nr. 174), won nu evenwel het gezichtspunt terrein dat de ondernemingsleiding in het algemeen een belangrijke wijziging in de machtsverhouding in de AVA niet duurzaam mag negeren.¹⁶⁹ Beschermingsprefs mochten niet langer voor onbepaalde tijd uitstaan.¹⁷⁰ Benadrukt werd dat beschermingsprefs er mede toe strekken om de voorwaarden te scheppen voor overleg.¹⁷¹ Zo vielen her en der gezichtspunten waar te nemen die later in *RNA* zouden terugkeren.¹⁷²

Het debat over beschermingsconstructies stond niet op zichzelf, maar valt te plaatsen in een bredere ontwikkeling waarin meer betekenis werd toegekend aan het aandeelhoudersbelang. Ook in Nederland werden bestuurders in toenemende mate beloond in aandelen en opties (nr. 184). Engelse prominenten kregen in Nederland een forum, Nederlanders met bestuurservaring in het VK of de VS brachten overzeese opvattingen mee naar huis, terwijl Nederlandse vennootschapsjuristen zich in toenemende mate op het VK en de VS oriënteerden.¹⁷³ De snel groeiende invloed vanuit de Anglo-Amerikaanse traditie hing samen met enkele belangrijke veranderingen op de aandelenmarkt.

165. Vgl. TK 1997–1998, 25 732, nr. 3, p. 3. Voorts Peters e.a. 1997 die certificering en prioriteitsaandelen slechts wilden inzetten tegen toevallige meerderheden en niet als beschermingsmiddel.

166. Vgl. de reactie van de VvdE op het rapport van de commissie-Van der Grinten, Bundel NV en BV VIIbB, 23.

167. Dit betrof prioriteitsaandelen (1992: 42%; 2006: 20%), certificering (1992: 39%; 2006: 15%), X-procentregelingen (1992: 9%; 2006: 1%) en stemrechtbeperkingen (1992: 7%; 2006: 0%) (Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 56).

168. 1992: 64%; 2007: 61% (Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 56).

169. Notitie van de minister van financiën d.d. 1 februari 1991, Bundel NV en BV VIIbB, 52; voorts TK 1997–1998, 25 732, nr. 3, p. 2. Vgl. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 164.2 waarin, anders dan in de voorgaande druk niet ondenkbaar wordt geacht dat handhaving van beschermingsprefs in strijd met de redelijkheid en billijkheid zou zijn, indien alle gewone aandelen, of een overwegend pakket in één hand komen.

170. Art. A4 Bijlage X (1992) bepaalde dat binnen twee jaar na uitgifte een AVA bijeen moest worden geroepen om te besluiten over de beëindiging van de bescherming (Bundel NV en BV VIIbB, 70).

171. Notitie van de minister van financiën d.d. 1 februari 1991, Bundel NV en BV VIIbB, 52 en het interview met minister van justitie Donner in *Ondernemingsrecht* 2004/2, 3.

172. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

173. Bijv. Brittan 1989; Calkoen 1994; Crist 1995; Ruding 1997.

191 Veranderingen op de aandelenmarkt. Sinds de Tweede Wereldoorlog is het aantal institutionele beleggers wereldwijd gestaag toegenomen terwijl het relatieve gewicht van particuliere aandeelhouders afnam.¹⁷⁴ Deregulering in de jaren '90 maakte het voor veel buitenlandse institutionele beleggers eenvoudiger om in Nederland te beleggen. De Nederlandse wisselkoerspolitiek volgde de Duitse Mark en bleek bestand tegen de wisselkoerscrisis van 1992. De betrouwbare wisselkoerspolitiek beperkte het valutarisico voor buitenlandse beleggers. De economische groeispurt in de (tweede helft van de) jaren '90, de beperkte inflatie en de gunstige ontwikkeling van de overheidsfinanciën maakte Nederland tot een aantrekkelijk land voor buitenlandse investeerders.

Niet alleen aan de vraagzijde, ook aan de aanbodzijde waren de voorwaarden aanwezig voor een snelle internationalisering van het aandelenbezit. De stijgende koersen en deregulering leidden ertoe dat pensioenfondsen halverwege de jaren '90 meer in aandelen gingen beleggen. Tegelijk bouwden zij hun belangen in Nederlandse fondsen af: de aanloop naar de euro en de hiermee verband houdende beperking van het valutarisico creëerde een mogelijkheid om risico's te spreiden en meer buitenslands te beleggen. De gevolgen voor het aandeelhoudersbestand: in 1995 was 37% van de AEX-aandelen in buitenlandse handen, in 2005 ging het om 75% van de AEX-aandelen.¹⁷⁵

Als gevolg van de internationalisering van het aandelenbezit kregen veel vennootschappen een meer gespreid aandeelhoudersbestand.¹⁷⁶ Terwijl beurs-NV's op het continent traditioneel een geconcentreerd aandelenbezit kennen en het VK en de VS een gespreid, schoof Nederland op in westelijke richting. De spreiding van het aandelenbezit bracht mee dat de AVA gevoeliger werd voor toevallige meerderheden: met een geringer belang kan een belegger een grotere invloed op de stemuitslag uitoefenen.

Waren de verkopende Nederlandse aandeelhouders vertrouwd met de Nederlandse traditie van belangenpluralisme, de kopers, grotendeels afkomstig uit de VS en het VK waren dat niet.¹⁷⁷ Juist in deze landen gold immers het primaat van het aandeelhoudersbelang, terwijl Britse institutionele beleggers bovendien gewend waren aan meer zeggenschap. Niet alleen konden hierdoor de opvattingen over goed ondernemingsbestuur binnen de vennootschap meer dan voorheen uiteenlopen, ook in Nederland veranderden de opvattingen over goed ondernemingsbestuur: hoewel het belang van de vennootschap en haar

174. Vgl. Frentrop 2002, 375 e.v.; Slagter in Wildenberg & Zwetsloot 1994, 22; Raaijmakers 2006, 324 e.v.

175. Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 51, op basis van gegevens van Abma en Munsters. Vgl. voorts Raaijmakers 2005 en Raaijmakers & Van der Schee 2008 en Kemperink 2013, 57.

176. In 1992 had de grootste aandeelhouder bij 46% van de beurs-NV's een belang van 20% of minder; in 2005 bedroeg dit cijfer 90%. (De Jong, Röell & Westerhaus 2010, 790 e.v.)

177. Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 50.

onderneming formeel overeind bleef, won in de praktijk het aandeelhoudersbelang aan soortelijk gewicht.

De spreiding en internationalisering van het aandelenbezit gingen gepaard met een grotere liquiditeit. Werd in 1992 gemiddeld 53% van de aandelen jaarlijks verhandeld, in 2009 was dit gestegen naar 129%, hetgeen betekent dat aandelen die in 1992 gemiddeld twee jaar werden aangehouden in 2009 gemiddeld 1,3 maal per jaar werden verkocht.¹⁷⁸ Wanneer men in aanmerking neemt dat in deze periode de *free float* – het percentage aandelen dat niet in vaste handen is – ongeveer constant is gebleven rond 50%, dan impliceert dit dat deze groep aandelen gemiddeld ongeveer 2,5 maal per jaar wordt verhandeld.¹⁷⁹ Als gevolg van de kredietcrisis is de liquiditeit overigens wereldwijd weer wat gedaald, in Nederland tot ruim 98% (2010).¹⁸⁰ De gestegen liquiditeit is niet alleen indicatie voor een kortere gemiddelde beleggingshorizon, maar maakt het ook eenvoudiger grote transacties uit te voeren. Het werd minder risicovol om een groot pakket op te bouwen, omdat de koersverliezen bij snelle afbouw als gevolg van de toegenomen liquiditeit beperkt blijven.

Deregulering en financiële innovatie leidden vanaf de jaren '90 tot tal van nieuwe derivatenproducten. Deze stelden beleggers in staat om hun belangen af te dekken, en vereenvoudigden *empty voting* als gevolg waarvan beleggers zeggenschap kunnen verwerven zonder de dienovereenkomstige risico's te dragen (nr. 197). De lage rente sinds 9/11 maakte het daarnaast goedkoper om een groot belang te verwerven.

Tegelijk werd getracht om de participatie aan de AVA te vergroten door de kosten van het stemmen te verlagen en zo de prikkel tot absenteïsme te beperken. Het Communicatiekanaal Aandeelhouders beoogde, met beperkt succes, stemmen op afstand mogelijk te maken zodat het eenvoudiger werd om een stem uit te brengen.¹⁸¹ Een hogere opkomst zou de AVA minder gevoelig maken voor toevallige meerderheden die konden ontstaan door de toenemende spreiding van het aandelenbezit en de (verwachte) afname van beschermingsconstructies. Tegelijk beoogde het Communicatiekanaal de stem van aandeelhouders beter te laten horen: aandeelhouders kregen bijvoorbeeld de gelegenheid om hun opvattingen over agendapunten via het Communicatiekanaal onder hun medebeleggers te verspreiden.

Intussen deden zich verschillende ontwikkelingen voor die coördinatieproblemen (nr. 8) onder beleggers beperkten. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) stelde zich vanaf de jaren '90 steeds actiever op als belangenbehartiger

178. Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 55.

179. Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007, 54.

180. Melis, Pape & Lückcrath-Rovers 2011.

181. Hierover nader Van Ginneken 2010, 303 e.v.; Van der Krans 2009, 37 e.v.; 72.

van particuliere beleggers. Vanaf 1998 vervulde de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen een coördinerende taak voor pensioenfondsen. Haar rechtsopvolger Eumedion behartigt thans de belangen van binnen- en buitenlandse institutionele beleggers in aandelen van Nederlandse beurs-NV's. Wereldwijd zijn coördinatieproblemen verminderd door de komst van stemadviesbureaus als *Institutional Shareholder Services* (ISS) die stemadvies geven aan institutionele beleggers.¹⁸² Hoewel de vraag welke invloed stemadviesbureaus uitoefenen nog voorwerp is van onderzoek, bestaat geen twijfel *dat* de stemadviesbureaus wereldwijd invloed uitoefenen op het stembeleid van tal van institutionele beleggers.¹⁸³ De stemadviezen zijn veelal gebaseerd op een stembeleid dat uitgaat van een Anglo-Amerikaans perspectief op het vennootschapsrecht, waaronder het primaat van het aandeelhoudersbelang, een kritische blik op beschermingsconstructies en een sterke voorkeur voor het beginsel *één aandeel, één stem* (waarover nr. 214).

Hoewel deze marktontwikkelingen de zeggenschapsverhoudingen op zichzelf niet veranderden, schiepen zij tezamen wel de voorwaarden die offensieve aandeelhoudersactivisten in de jaren 2000 in staat stelden binnen korte tijd grote invloed te verwerven: het werd goedkoper een groot zeggenschapsbelang op te bouwen en een standpunt in te nemen dat werd gesteund door een gegroeide groep buitenlandse aandeelhouders met een gemiddeld korte beleggingshorizon. De grotere mentale en sociale afstand tussen beleggers en het sneller wijzigende aandeelhoudersbestand zullen de overlegmogelijkheden tussen bestuur en grootaandeelhouders niet altijd hebben vereenvoudigd. Zo zijn vanaf de jaren '90 sluipenderwijs de voorwaarden geschapen die vanaf 2000 zouden leiden tot een versterking van de positie van aandeelhouders ten opzichte van het bestuur.

192 Mentaliteitsverandering. Aan de uitbundige economische groei van de tweede helft van de jaren '90 gingen enkele jaren van laagconjunctuur vooraf. Philips kwam in grote problemen en DAF faillieerde in 1994. Terecht of niet, de problemen bij deze vennootschappen werden mede toegeschreven aan een gebrek aan *checks and balances* binnen de beurs-NV.¹⁸⁴

Terwijl het aandelenbezit internationaliseerde, stonden in de VS en het VK de eerste aandeelhoudersactivisten op. Ook Nederland maakte in de persoon van Torstein Hagen kennis met aandeelhoudersactivisme. De Noorse investeerder wist zich begin jaren '90 in Nedlloyd in te vechten en een plaats in de RvC te bemachtigen. Wat er zij van de merites van het activisme van deze reder

182. Over de vragen die de komst van stemadviesbureaus in het leven roepen, zie o.a. Strine 2006 en Verdam 2007.

183. Zie bijv. Schouten 2012, 141 die o.a. constateert dat meer wordt afgeweken van adviezen naarmate beleggers een groter belang houden en het gaat om ingrijpendere beslissingen.

184. Zie bijv. Wildenberg & Zwetsloot 1994.

(*raider?*), zijn activisme was van een andere aard dan dat van de jaren 2000; anders dan de activisten na de eeuwwisseling poogde Hagen Nedlloyd te hervormen zonder zelf een *exit* na te streven zodra het kortetermijndoel was bereikt of uit zicht geraakt. Hagen was bereid zich duurzaam als commissaris aan Nedlloyd verbinden.

Tegelijkertijd won het *agency*-paradigma onder economen en aandeelhouders snel terrein.¹⁸⁵ Ook bestuurders van beurs-NV's gingen zich richten op maximalisering van aandeelhouderswaarde.¹⁸⁶ Zij werden daarbij geholpen door de formidabele winsten op de beurs. Onder vennootschapsjuristen schoot het *agency*-paradigma minder snel wortel; zij werden vooral gedreven door de wens om de *checks and balances* binnen de vennootschap te herstellen, hetgeen in de praktijk veelal op hetzelfde neerkwam: versterking van de positie van aandeelhouders.¹⁸⁷

Zowel op pragmatische gronden (gewenst herstel van het machtsevenwicht) als op ideologische gronden (gegroeide aanhang van de *agency*-theorie)¹⁸⁸ was de factor kapitaal aan een snelle herwaardering onderhevig. Deze ging gepaard met een hernieuwd vertrouwen in de potentie van de AVA als controlerende instantie. Zo althans begrijp ik de klachten over het onvoldoende functioneren van de AVA: de AVA was immers reeds decennia uitgevallen als controlerende instantie, terwijl Sanders in 1952 het versterken van de AVA beschouwde als het terugzetten van de klok.¹⁸⁹ Nu werd plotseling geklaagd over het gebrekkig functioneren van de AVA. Dit valt m.i. slechts te begrijpen tegen de achtergrond van een herwaardering van de potentie van de AVA; deze verhoogde verwachtingen moeten minstgenomen ten dele een ideologische lading hebben gehad, aangezien zij in de jaren '90 nog bepaald niet geschraagd werden door de

185. Zie bijv. de reactie van de VEB op Peters e.a. 1997 in *NV* 75 (1997), 107 e.v.; het interview van Frentrop met Vinken in *NV* 1996, 301 e.v.; Rietkerk 1997 en Rietkerk 1998; Cools & Van Praag 2001 en P. Korteweg in het *FD* 10 september 2003 ('Geef de aandeelhouder zijn rechten terug'); minder normatief, maar eveneens redenerend vanuit het *agency*-paradigma: Moerland 1995.

186. Denk bijv. aan Boonstra (Philips), Van der Hoeven (Ahold) en Groenink (ABN AMRO, waarover Smit 2008, 149); genuanceerd echter Tabaksblat 1999.

187. Een voorbeeld biedt Honée 1996 (opgenomen in Honée 2011, 83–101) die geen *rücksicht-lose* focus op het aandeelhoudersbelang bepleit, maar veeleer betoogt dat aan het vennootschappelijk belang als norm voor het bestuur geen behoefte meer bestaat, terwijl deze tekortschiet als verantwoordingsnorm. Vgl. voorts Honée 2011, 69 e.v. en 103 e.v. met een genuanceerde visie op beschermingsconstructies, alsmede Assink 2009, 20.

188. De werking van ideologie in het *discours* valt vaak te herkennen wanneer een discussie wordt gevoerd op basis van stilzwijgend aanvaarde of als vanzelfsprekend beschouwde vooronderstellingen. Tekenend is Timmerman 1998 die opmerkt hoe weinig de pleidooien voor uitbreiding van de zeggenschap van kapitaalverschaffers werden beargumenteerd of met feiten werden onderbouwd. Wie bladert door de *NV* en *TVVS* van de late jaren '90 kan hem geen ongelijk geven; zie bijv. de in noot 183 vermelde bronnen.

189. Sanders 1952, 337 e.v.; 350.

feiten: het gemiddelde opkomstpercentage (exclusief gecertificeerde aandelen) bedroeg in 1997 slechts 32%.¹⁹⁰

Illustratief voor de nieuwe wind is het rapport van de *Corporate Governance-Commissie* die in 1996 onder leiding van Peters (commissie-Peters) veertig aanbevelingen deed.¹⁹¹ Weliswaar bewijst het rapport lippendienst aan het belangenpluralisme, tegelijk is het onmiskenbaar beïnvloed door de *agency*-theorie. Het bestuur heeft volgens deze commissie geen autonome bevoegdheid, maar een bevoegdheid die is afgeleid van de aandeelhouders, zoals vóór 1940 werd aangenomen (nr. 147). Tegen deze achtergrond bepleit de commissie een herwaardering van de factor kapitaal. Verder werden de verwachtingen over aandeelhoudersparticipatie omhooggeschroefd. Onderstaand citaat is exemplarisch voor de mentaliteitsverandering die zich in de jaren '90 voltrok:

‘De commissie vertrouwt erop dat wanneer aandeelhouders, in het bijzonder de institutionele beleggers en andere grootaandeelhouders, daadwerkelijk aanwezig zijn in de [AVA] en daar van zich doen horen, dit zal leiden tot een aanmerkelijke kwaliteitsverbetering van de [AVA]. (...) Alle soorten kapitaalverschaffers (...) dienen in de gelegenheid te worden gesteld en te worden gestimuleerd om hun invloed op het reilen en zeilen van de vennootschap op gepaste wijze tot gelding te brengen. Bij de besluitvorming van de [AVA] dienen degenen die in plaats van de werkelijke verschaffers van het risicodragend vermogen bevoegdheden uitoefenen, zich steeds ervan bewust te zijn dat het gaat om bevoegdheden die in beginsel behoren toe te komen aan die verschaffers van het risicodragend vermogen. Dit schept een verplichting om bij de uitoefening van deze bevoegdheden hun belangen zwaar te doen wegen. Het is voor een goed functioneren van de [AVA] eveneens vereist dat de presentie van kapitaalverschaffers omhoog gaat. Ook zij zullen een actieve bijdrage moeten leveren.’¹⁹²

193 Van Peters naar Tabaksblat. Het rapport van de commissie-Peters maakte zich sterk voor stemmen op afstand en stemvolmachten aan certificaathouders in vredestand. Voorts bepleitte de Commissie een agenderingsrecht voor aandeelhouders met een belang van ten minste 1% of van f 500.000. Verder bepleitte zij een terughoudende opstelling van de prioriteit, alsmede een verplicht openbaar bod door aandeelhouders die ten minste 50% van het

190. Lemmers 2004.

191. Peters e.a. 1997.

192. Peters e.a. 1997, 22–23. De commissie-Peters formuleerde voorts een aantal ‘toetspunten’, onderwerpen waarop kapitaalverschaffers naar het oordeel van de commissie invloed zouden moeten kunnen uitoefenen. Daartoe rekende de commissie onder andere de strategie. Hoewel volgens de commissie bij de strategie het accent ligt op informatieverstrekking, wilde de commissie minstgenomen bespreekbaar maken dat de AVA bij de strategiebepaling betrokken wordt.

risicodragend kapitaal in handen hebben gekregen. Hoewel de aanbevelingen maar in beperkte mate werden opgevolgd, had de commissie-Peters onderwerpen geagendeerd die de volgende jaren de discussie zouden beheersen.

Met het uiteenspatten van de internetluchtbel veranderde het denken over zelfregulering.¹⁹³ In binnen- en buitenland kwamen talloze vormen van misbruik aan het licht: Enron, Worldcom, WorldOnline, Parmalat, KPNQwest, Landis, Ahold. Telkens weer had het bestuur de gang van zaken te gunstig voorgespiegeld, niet zelden omdat bestuurders als gevolg van beloning in aandelen en opties hierbij zelf baat hadden (nr. 184). Dikwijls had het interne toezicht onvoldoende gefunctioneerd en telkens waren aandeelhouders niet bij machte geweest de misstanden tijdig aan de kaak te stellen. In de VS werd het antwoord gezocht in gedetailleerde regelgeving, zoals de Sarbanes Oxley Act; in Europa gaf men eerder de voorkeur aan semi-bindende regelgeving in de vorm van *corporate governance codes*.

De Commissie *Corporate Governance* onder leiding van Tabaksblat was al vóór het Ahold-schandaal met haar werkzaamheden aangevangen en kreeg door Ahold de wind in de zeilen. De in september 2003 gepresenteerde *Corporate Governance Code* (Code Tabaksblat) is van toepassing op alle in binnen- en buitenland genoteerde in Nederland gevestigde NV's en bestaat uit algemeen geldende principes die telkens worden uitgewerkt in één of meer *best practice* bepalingen. Van deze laatste bepalingen kan worden afgeweken, mits de afwijking in het jaarverslag is gemotiveerd (*pas toe of leg uit*).¹⁹⁴

De Code Tabaksblat vond spoedig brede steun en kreeg een wettelijke verankering in art. 2:391 lid 5 BW. Zij was in verschillende opzichten minder vrijblijvend dan de veertig aanbevelingen van de commissie-Peters: de *best practice* bepalingen zijn gedetailleerder, dwingender door het *pas toe of leg uit*-beginsel, de wetgever heeft zich expliciet achter de Code Tabaksblat gesteld, terwijl het jaarlijkse gedetailleerde verslag over de naleving vennootschappen en het toezicht door een monitoring commissie aansporen de Code Tabaksblat serieus te nemen. Daar komt bij dat naar het oordeel van de Hoge Raad in de Code Tabaksblat, evenals in haar opvolger (Code Frijns) de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging tot uiting komt.¹⁹⁵ Daarmee is de Code Tabaksblat, evenals de Code Frijns mede van betekenis bij de invulling van open normen in bijvoorbeeld art. 2:8, 2:9 en 2:350 BW.¹⁹⁶

193. Assink 2009, 22 e.v.

194. Over de Code Tabaksblat onder veel meer: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa (2013), nr. 34–39 met tal van verwijzingen.

195. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS (*ASMI I*).

196. In mijn noot bij *ABN AMRO* (De Jongh 2007b) heb ik enkele bedenkingen bij deze overweging geuit. De Hoge Raad maakt geen onderscheid tussen beurs-NV en andere NV's, zulks terwijl de Code slechts op beurs-NV's van toepassing is. Evenmin onderscheidt de Hoge Raad tussen principes, die n.m.m. zeer wel art. 2:8 en 2:9 BW kunnen inkleuren en

Binnen het bestek van deze studie kunnen slechts enkele aspecten van de Code Tabaksblat en de Code Frijns worden aangestipt. De beide codes kiezen een middenweg in het *shareholder/stakeholder*-debat: enerzijds dient de vennootschap te streven naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn; anderzijds dient de vennootschapsleiding de uiteenlopende belangen van alle betrokkenen in aanmerking te nemen.¹⁹⁷

De Code Tabaksblat versterkt de positie van de AVA bij de benoeming van bestuurders en commissarissen, door als *best practice* bepaling op te nemen dat het bindend karakter van een voordracht kan worden ontnomen met een (al dan niet gekwalificeerde) meerderheid die 1/3 van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt; daarmee is de Code Tabaksblat strenger dan art. 2:134 lid 2 BW. Hoewel de Commissie *Corporate Governance* begrip kan opbrengen voor certificering als instrument tegen toevallige meerderheden, is zij tegenstander van certificering als beschermingsmaatregel. Zij bepleit daarom dat certificaathouders het wettelijke recht op een stemvolmacht krijgen, ook in oorlogstijd.

De Commissie bepleitte een mentaliteitsverandering bij veel institutionele beleggers: zij zouden veel meer gebruik moeten maken van hun bestaande aandeelhoudersrechten om corrigerend op te treden.¹⁹⁸ Daartoe bevat de Code Tabaksblat tal van nuttige beginselen en *best practice* bepalingen. De Code Frijns legt voorts de nadruk op het belang van een doorlopende dialoog tussen bestuur en aandeelhouders en moedigt daartoe vooral aandeelhouders aan.¹⁹⁹

De Code Tabaksblat en de Code Frijns worden alom beschouwd als grote verbetering voor de *checks and balances* in de vennootschapsverhoudingen. Wanneer de huidige Code Frijns zou worden bijgewerkt kan wellicht inspiratie worden geput uit de Zweedse *corporate governance* code die het *pas toe of leg uit*-beginsel m.i. beter heeft uitgewerkt.²⁰⁰ In Zweden moeten vennootschappen die een codebepaling niet toepassen niet alleen de afwijking motiveren, maar ook uitleggen welke oplossing zij hebben gevonden in plaats van de door de Zweedse code gehanteerde *best practice* bepaling en waarom zij de voorkeur geven voor de alternatieve oplossing. Deze methodiek verbetert de kwaliteit van de uitleg en bevordert de verantwoording aan de aandeelhouders.

194 Wetswijzigingen. Hoewel de commissie-Peters in 1996 geen wetswijzigingen beoogde, heeft zij bijgedragen aan twee wetswijzigingen in

best practice bepalingen waar dat minder voor de hand ligt. Begrijp ik rov. 4.4.2 (iv) – (vi) van *ASMI I* juist, dan kan een afwijking met uitleg ertoe leiden dat bij de invulling van een open norm het beginsel van vrijheid van inrichting voorrang krijgt boven navolging van de desbetreffende *best practice* bepaling.

197. Code Tabaksblat, preambule sub 3; Code Frijns, preambule sub 7.

198. Code Tabaksblat, toelichting sub 3.

199. Code Frijns, preambule sub 4 en 10; principe 1 en IV.4.

200. Te raadplegen via www.ecgi.org.

2001.²⁰¹ In dezelfde periode had het NV-recht de bijzondere aandacht van de wetgever; anders dan het wetsvoorstel beschermingsmaatregelen haalde een nieuwe structuurregeling wel de eindstreep.

De aanbeveling van de commissie-Peters dat stemmen op afstand zou worden gefaciliteerd bleek niet op te volgen zonder steun van de wetgever. Sinds 15 december 1999 bepaalt daarom art. 2:119 lid 3 BW dat de NV een datum kan vaststellen die geldt als peildatum voor de stem- en vergadergerechtigdheid van aandeel- en certificaathouders. De invoering van deze registratiedatum heeft tot gevolg dat beleggers hun aandelen niet langer dienen te blokkeren tussen de aanmelding en de vergadering. Aandeelhouders kunnen hierdoor hun aandelen vervreemden vóór de AVA en toch vergader- en stemgerechtigd blijven. Zo werd het mogelijk om te stemmen op afstand, bijvoorbeeld via het Communicatiekanaal Aandeelhouders, zonder dat dit ten koste gaat van de verhandelbaarheid.

Verder beval de commissie-Peters aan een eind te maken aan de praktijk dat de vaststelling van de jaarrekening automatisch strekt tot decharge van bestuurders of commissarissen. Strekking van deze aanbeveling was dat de vennootschapsleiding zich los van de jaarrekening dient te verantwoorden. Aandeelhouders zouden zo de mogelijkheid krijgen hun ongenoegen uit te spreken, zonder dat hieraan direct consequenties voor de vaststelling van de jaarrekening zijn verbonden. Deze aanbeveling kreeg met ingang van 1 december 2001 een wettelijke basis in art. 2:101 lid 3 BW.

Belangrijker was de hervorming van de structuurregeling per 1 oktober 2004, al had de structuurregeling in de loop der jaren veel van haar betekenis voor beurs-NV's verloren. Van verschillende kanten werd bepleit het structuurregime geheel af te schaffen, of althans op beurs-NV's niet van toepassing te verklaren; het structuurregime zou aan buitenlanders niet uit te leggen zijn.²⁰² Gesteund door een unaniem SER-advies besloot de wetgever niettemin het structuurregime in gewijzigde vorm te handhaven. Via een even ingenieuze als omslachtige benoemingsprocedure poogt de gewijzigde wet drie uitgangspunten met elkaar te verenigen: (i) meer invloed voor de AVA op de benoeming van commissarissen; (ii) geen inperking van de invloed van de OR; en (iii) voorkomen dat de RvC uiteenvalt in vertegenwoordigers van werknemers en aandeelhouders, zoals in Duitsland gebruikelijk is.²⁰³ De AVA kan niet

201. Vgl. Assink 2009, 26 e.v.

202. Zie bijv. Van den Ingh, Van Solinge & Nieuwe Weme (FD 9 en 30 mei 2000); de Code Tabaksblad (toelichting, nr. 3 en 55); Biemans & Spanjaard 2003.

203. De procedure van art. 2:158 BW komt kort gezegd op de volgende neer. De benoeming van commissarissen geschiedt door de AVA op basis van een voordracht van de RvC. De AVA en de OR kunnen personen aanbevelen, terwijl de OR ten aanzien van een derde van het aantal leden een versterkt aanbevelingsrecht heeft. Op grond van het versterkte aanbevelingsrecht draagt de RvC de door de OR aanbevolen persoon voor, tenzij de RvC bezwaar maakt tegen de aanbeveling op de grond dat deze ongeschikt zal zijn, of dat de RvC niet naar behoren zal

individuele commissarissen ontslaan; wel kan de AVA bij meerderheid die ten minste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt het vertrouwen in de RvC als geheel opzeggen. Vervolgens geschiedt de benoeming van een nieuwe RvC onder bemiddeling van de Ondernemingskamer (art. 2:161a BW).

Hoe ingewikkeld de gewijzigde benoemingsregeling ook is, zij vormt m.i. een evenwichtige afweging tussen het belang van een RvC die zich richt naar het belang van vennootschap en haar onderneming, terwijl tegelijk de invloed van de factor kapitaal en arbeid is gewaarborgd en de RvC wordt gedrongen tot betere verantwoording.

Ook werknemers hebben belang bij een succesvolle vennootschap en onderneming; hun baanzekerheid is dan groter en *firm-specific investments* kunnen zich in een succesvolle onderneming eerder uitbetalen. De belangen van werknemers dienen m.i. weliswaar vooral in acht te worden genomen wanneer hun positie wordt bedreigd, maar zij kunnen ook belang hebben bij een succesvolle vennootschap en haar onderneming (nr. 188). Enige zeggenschap van werknemers op vennootschapsniveau acht ik daarom te billijken. Tegen gelijke zeggenschap van werknemers en aandeelhouders pleit dat werknemers via de WOR reeds medezeggenschap op het niveau van de onderneming kunnen uitoefenen. Om deze reden en gelet op de aard van het belang van aandeelhouders acht ik het lichte overwicht van de factor kapitaal eveneens gerechtvaardigd.

Met de versterkte zeggenschap van aandeelhouders bij de benoeming van commissarissen hebben aandeelhouders ook (indirecte) invloed op de benoeming van bestuurders gekregen. Daarmee wordt tegemoetgekomen aan de (m.i. terecht; nr. 169 en 170) kritiek dat aandeelhouders in het geheel geen zeggenschap meer hebben over de benoeming van bestuurders. Ondanks de gecompliceerde benoemingsregeling zie ik op dit moment onvoldoende aanleiding om het structuurregime af te schaffen.²⁰⁴

Denkbaar is zelfs dat het structuurregime een gedeeltelijk nieuwe functie krijgt wanneer steeds meer vennootschappen van de beurs verdwijnen na een

zijn samengesteld. Vervolgens begint het aanbevelingscircuit opnieuw, met eventueel een bemiddelende taak voor de Ondernemingskamer. De AVA kan de voordracht afwijzen bij een meerderheid die ten minste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt; vervolgens vangt de benoemingsprocedure opnieuw aan.

204. Van Solinge 2012 vestigt er de aandacht op dat de constructie van een *one tier*-structuur-vennootschap kan leiden tot spanning met het collegialiteitsbeginsel. De niet-uitvoerende bestuurders kunnen, anders dan hun uitvoerende collega's, gezamenlijk door de AVA worden ontslagen (art. 2:161a BW); art. 2:164a BW kan bovendien ertoe leiden dat een minderheid in het bestuur een vetorecht krijgt. Onoverkomelijk acht ik deze bezwaren niet. Een vetorecht van een minderheid waarborgt veeleer evenwichtige besluitvorming en zoeken naar draagvlak voor het beleid van het bestuur.

overname door een buitenlandse of *private equity*-partij. In *Corus* en *Organon* wist de RvC dankzij het structuurregime een bufferrol te spelen in een conflict tussen de buitenlandse moeder en haar Nederlandse dochter.²⁰⁵ De buitenlandse moeder werd gedwongen tot ‘polderen’ teneinde een compromis te zoeken en een juist evenwicht tussen het concern en de Nederlandse dochter te vinden. Het is echter nog te vroeg om hierin een nieuwe ontwikkeling te ontwaren, temeer omdat er ook een voorbeeld is waarin de RvC van een structuurvennootschap deze bemiddelende rol niet wist te spelen.²⁰⁶

De nieuwe structuurwet bevatte nog enkele andere belangrijke wijzigingen die ook van toepassing zijn op niet-structuurvennootschappen en die de zeggenschap van kapitaalverschaffers versterkten. Op grond van art. 2:118a BW kregen certificaathouders kort gezegd het recht om in vrede tijd een stemvolmacht van het administratiekantoor te verzoeken.²⁰⁷ Verder werd in art. 2:107a BW neergelegd dat AVA-goedkeuring vereist is voor een aantal besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of haar onderneming. Het besluit dient van dien aard te zijn dat de aard van het aandeelhouderschap wijzigt en betreft in ieder geval de overdracht van (vrijwel) de (gehele) onderneming, het aangaan of verbreken van een duurzame samenwerking van ingrijpende betekenis en het nemen of afstoten van een deelneming ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa volgens de (geconsolideerde) balans.²⁰⁸

Voorts introduceerde de nieuwe structuurwet het agenderingsrecht voor een of meer aandeelhouders die alleen of tezamen ten minste 1% van het geplaatste kapitaal of een belang met een beurswaarde van ten minste € 50 miljoen vertegenwoordigen (art. 2:114a BW). De enige inhoudelijke weigeringsgrond is

205. Rb. Amsterdam 11 maart 2011, *JOR* 2011, 141 m.nt. Grapperhaus (*Organon*); OK 13 maart 2003, *NJ* 2003, 248, *JOR* 2003, 85 (*Corus*). Vgl. Calkoen 2011, 301 e.v.

206. Bij afvalverwerker Van Gansewinkel werden in het voorjaar 2012 tegen de zin van de OR en twee commissarissen een nieuwe directeur aangesteld nadat twee directeuren waren opgestapt uit verzet tegen de reorganisatieplannen die de beide aandeelhouders CVC en KKR wilden doorvoeren. In dit conflict stelden de door CVC en KKR benoemde commissarissen zich op als vertegenwoordigers van de aandeelhouders. De twee gepasseerde commissarissen stapten vervolgens op. Zie *FD* 17 april, 2, 3, 11, 12 mei en 27 juni 2012.

207. Voor de voorwaarden waaronder de stemvolmacht mag worden uitgesloten, herroepen of beperkt, zie art. 2:118 lid 2 BW.

208. Voor een overzicht van de wetsgeschiedenis van art. 2:107a BW: Klaassen 2007, 176 e.v.; 183 e.v. en AG Timmerman in zijn conclusie sub 3.40–3.42 voor HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Blijkens *ABN AMRO* moet art. 2:107a BW restrictief worden uitgelegd.

dat een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen zou verzetten.²⁰⁹ Over latere wijzigingen van art. 2:114a BW, zie nr. 198.

De strekking van bovenstaande wetswijzigingen was telkens de verantwoording van het bestuur aan de aandeelhouders te verbeteren en het evenwicht tussen de verschillende organen te herstellen. De wetsgeschiedenis besteedt echter geen aandacht aan de vraag of tevens werd beoogd om de bevoegdheidsverdeling tussen organen, bijvoorbeeld omtrent de bestuursautonomie en de strategiebepaling te wijzigen.²¹⁰ Tegen de achtergrond van een nauwelijks functionerende AVA was dat voor de wetgever misschien een theoretische vraag. Voor zover discussie werd gevoerd over de grenzen van de bevoegdheidsverdeling tussen AVA en bestuur, spitste deze zich toe op de vraag hoe concreet een instructie mocht zijn. Volgens de departementale richtlijnen die voor de afschaffing van het preventieve toezicht op 1 september 2001 werden aangehouden behoefde een instructierecht van de AVA een statutaire basis en mocht een instructie slechts de *algemene lijnen* van het te voeren beleid betreffen.²¹¹

Gelet op de strekking die in de Parlementaire Geschiedenis wél telkens wordt genoemd, moet m.i. worden aangenomen dat de wetgever niet heeft beoogd om de bevoegdheidsverdeling tussen de organen te wijzigen: de wetgever beoogde het machtsevenwicht te herstellen, niet om de bestuursautonomie in te perken. Steun voor deze opvatting kan worden gevonden in de invoering van art. 2:129 lid 4 BW waarin ter gelegenheid van de afschaffing van het preventieve toezicht een wettelijke basis voor het instructierecht is geschapen. Krachtens dit artikellid kunnen de statuten bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen. Vergeleken met de voordien geldende departementale richtlijnen is slechts in zoverre een wijziging opgetreden, dat de algemene instructies voordien slechts betrekking mochten hebben op het financiële,

209. Zie nader Overkleef 2009 en Oranje 2012.

210. Vgl. TK 2003–2004, 29 752, nr. 2 (nota modernisering ondernemingsrecht), 7 e.v. waar wordt gesproken van herstel van het machtsevenwicht en verheldering van de taakverdeling tussen bestuur en toezichthouder. De enige verwijzing naar een inperking van de bestuursautonomie die ik in de wetsgeschiedenis kan terugvinden betreft het agenderingsrecht dat inbreuk maakt op de autonomie van (meestal) het bestuur om de agenda te bepalen (TK 2001–2002, 28 179, nr. 3, p. 11). Daar staat tegenover dat een agendaverzoek om een zwaarwichtige reden in het belang van de vennootschap kon worden geweigerd. Bovendien valt uit de wetsgeschiedenis niet af te leiden dat het bestuur gebonden was aan besluiten die betrekking hebben op aangelegenheden die behoren tot de bevoegdheid van het bestuur.

211. Zie nader De Jongh 2007a. Daarnaast was omstrede hoe concreet een instructie binnen concernverhoudingen mocht zijn; zie daarover o.a. Bartman & De Groot 2012.

sociale, economische en personeelsbeleid. In art. 2:129 lid 4 BW is dit limitatieve kader losgelaten, terwijl de toelichting dezelfde onderwerpen noemt, aangevuld met milieubeleid.²¹² Afgezien van deze kleine wijziging blijkt uit niets dat de wetgever de taakverdeling tussen de organen op dit punt voor het overige heeft willen wijzigen. Aangezien art. 2:129 lid 4 BW werd ingevoerd in dezelfde periode waarin de positie van de AVA op andere terreinen werd versterkt, moet m.i. worden aangenomen dat de wetgever op dit punt geen veranderingen heeft beoogd ten opzichte van de voordien geldende departementale richtlijnen: een instructierecht behoeft een statutaire basis, terwijl de op grond daarvan gegeven instructies slechts de algemene lijnen van het te voeren beleid mogen betreffen.

Dit blijkt ook uit de latere geschiedenis van de parallelle bepaling voor het BV-recht, art. 2:239 lid 4 BW. Tot de flexibilisering van het BV-recht per 1 oktober 2012 waren art. 2:129 lid 2 en 2:239 lid 4 BW gelijkkluidend. Het nieuwe art. 2:239 lid 4 BW voorziet sindsdien in de mogelijkheid van een in beginsel bindend statutair instructierecht dat niet langer is beperkt tot de algemene lijnen van het te voeren beleid. Het versterkte statutaire instructierecht voor het BV-recht moet worden begrepen tegen de achtergrond van de memorie van toelichting. Deze merkt in de eerste plaats op dat de rechtspraak over art. 2:239 lid 4 BW het accent legt op een inhoudelijke beoordeling van de vraag of het bestuur de aanwijzingen had mogen opvolgen en minder op het onderscheid tussen algemene en concrete instructies.²¹³ Kennelijk heeft de toelichting daarbij het oog op *Meijers/Mast* en *Sobi/Hurks I*.²¹⁴ In de tweede plaats stelt de toelichting dat het vennootschapsbelang bij kleine vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders dichter zal liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een grote vennootschap met veel werknemers en maatschappelijke belangen.²¹⁵ In onderlinge samenhang gelezen zou ik eventueel willen aanvaarden dat er van art. 2:239 lid 4 BW reflexwerking kan uitgaan op besloten en concern-NV's. Die reflexwerking geldt m.i. echter niet voor de beurs-NV. Bij de beurs-NV staan de belangen van aandeelhouders vaak verder af van het vennootschapsbelang en is de scheiding tussen de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie verder doorgevoerd dan bij besloten of concernverhoudingen. Bij beurs-NV's wegen de argumenten die pleiten voor een sterke bestuursautonomie zwaarder dan bij de gemiddelde BV. Het onderscheid tussen algemene en concrete instructies heeft wellicht veel van

212. TK 1998–1999, 26 277, nr. 3, p. 11. Uit het gegeven dat de statuten de beleidsterreinen moeten noemen valt m.i. af te leiden dat het algemene bestuursbeleid niet aan een instructierecht kan worden onderworpen.

213. TK 2006–2007, 31 058, nr. 3, p. 90.

214. HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271, m.nt. Ma (*Meijers/Mast*) en HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96 m.nt. SCJJK (*Sobi/Hurks*) waarin het ging om besloten verhoudingen, respectievelijk om concernverhoudingen.

215. TK 2006–2007, 31 058, nr. 3, p. 3.

zijn betekenis verloren, het verschil tussen beurs-NV en besloten verhoudingen is onverminderd relevant. De BV en de besloten NV's staan dicht bij de *societas*, de beurs-NV nadert de *universitas*.²¹⁶

9.2.2 De slinger slaat door?

195 Ondernemingskamer. In § 9.2.1 bleek hoe rond de millenniumwisseling een machtsverschuiving plaatsvond van de vennootschapsleiding naar aandeelhouders. Tevens is gebleken dat deze diverse oorzaken had, plaatsvond op een groot aantal deelterreinen, en bovendien samenhang met factoren van uiteenlopende aard: een deel is juridisch van aard, een deel ideologisch en een deel marktgerelateerd. De machtsverschuiving ging gepaard met een verschil van inzicht over uiteenlopende onderwerpen die voor de verhouding tussen aandeelhouders en vennootschapsleiding van grote betekenis zijn; denk aan het debat over het primaat van het aandeelhoudersbelang en de vraag in hoeverre beschermingsmaatregelen toelaatbaar zijn. De onzekerheid over het laatste onderwerp hangt samen met de lange aanloop naar de Overnamerichtlijn en het wetsvoorstel beschermingsconstructies dat uiteindelijk is ingetrokken.

Het behoeft tegen deze achtergrond niet te verbazen dat binnen rechterlijke colleges verschillend werd gedacht over de toelaatbaarheid van beschermingsaandelen in een geval als *RNA*.²¹⁷ Blijkens de OK-beschikking waren de onderzoekers van oordeel dat de bescherming te vroeg kwam. De Ondernemingskamer was weliswaar van oordeel dat de oprichting van een beschermingsstichting door RNA in het gegeven geval niet onaanvaardbaar was teneinde zonder doorbreking van de *status quo* met Westfield verder te spreken; maar RNA werd verweten dat RNA de bescherming gebruikte om Westfield *definitief* buiten de deur te houden en dat RNA aan Westfield te weinig

216. Aldus ook Raaijmakers 2007, 349, nt. 10. Assink I (in druk), § 51.7 is daarentegen geneigd om met Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 413 aan art. 2:129 lid 4 BW een ruimere uitleg te geven in lijn met art. 2:239 lid 4 BW. Hij wijst daarbij op het belang van de rechtszekerheid. Ik wil toegeven dat de scheidslijn tussen algemene en concrete instructies niet altijd duidelijk valt te maken. Tegelijk moet worden bedacht dat het belang van de rechtszekerheid ook in het geding is bij een heldere taakafbakening tussen organen en de rechtszekerheid niet is gediend bij onzekerheid over de vraag of van het BV-recht een reflexwerking uitgaat op het NV-recht. Bij de NV geef ik in geval van twijfel voorrang aan de bestuursautonomie en terughoudendheid voor wat betreft een statutair instructierecht. Volgens Bartman & De Groot 2012, 272 e.v. hebben *Sobi/Hurks* en *Meijers/Mast* wel (mede) betrekking op de beurs-NV; zij zien vervolgens spanning met *ABN AMRO* en *ASMI I*. Met een beperkte reikwijdte van *Sobi/Hurks* en *Meijers/Mast* behoeft deze spanning m.i. niet te bestaan, terwijl recht wordt gedaan aan de verschillen tussen besloten en open verhoudingen. Vgl. ook De Jongh 2007a.

217. OK 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82 m.nt. I (*RNA*); HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

gelegenheid had gegeven om haar voorstellen aan de onafhankelijke aandeelhouders te presenteren, terwijl RNA Westfields voorstellen bij voorbaat had afgedaan als onacceptabel.²¹⁸ Dit feitelijke oordeel achtte AG Wesseling-van Gent niet onbegrijpelijk.²¹⁹ Anders de Hoge Raad, die op basis van een principiële overweging²²⁰ en het verdere verloop van het conflict tussen RNA en Westfield tot de slotsom kwam dat het oordeel van de Ondernemingskamer geen stand kon houden. Ik zal mij hier niet nogmaals uitlaten over deze – in mijn ogen evenwichtige – overweging.²²¹ Hier wil ik slechts benadrukken dat het verloop van de procedure bewijst dat over de toelaatbaarheid van beschermingsaandelen op redelijke gronden verschillend kon worden gedacht

218. Rov. 3.5–3.9.

219. Conclusie sub 3.16 en 3.17 voor HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

220. De Hoge Raad oordeelde ‘dat onder bepaalde omstandigheden het gebruik van een beschermingsmaatregel als de onderhavige gerechtvaardigd kan zijn als deze maatregel noodzakelijk is onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn. Dit oordeel geldt ook als in aanmerking wordt genomen dat RNA zelf had gekozen voor een open structuur. Voorts moet uitgangspunt zijn dat de vraag of een dergelijke maatregel gerechtvaardigd is, moet worden beantwoord aan de hand van de omstandigheden van het geval. Daarbij zal met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de vennootschap die doelwit is van een poging tot overname, in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen de status quo te handhaven en aldus te voorkomen dat - zonder voldoende overleg - wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van het bestuur van de vennootschap niet in het belang zouden zijn van de onderneming of van degenen die bij de onderneming betrokken zijn. Verder dient (...) als uitgangspunt te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn. Voor de beantwoording van de vraag of het nemen en vooralsnog handhaven van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is, zal als maatstaf moeten gelden of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname. Of dit het geval is, kan pas na verloop van enige tijd worden beoordeeld, omdat het niet alleen aankomt op de eerste reactie van het bestuur van de vennootschap op de poging tot overname, maar vooral ook op het beleid dat het bestuur in verband met, en in vervolg op, het creëren van een status quo heeft gevoerd en op de zorgvuldige afweging van de betrokken belangen op grond van een beoordeling van feiten en omstandigheden die, zoals in het onderhavige geval ook is gebleken, aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn. Tot het zo-even bedoelde beleid behoort in het bijzonder dat het bestuur van de vennootschap ervoor zorg draagt dat zowel de minderheidsaandeelhouder die de zeggenschap in de onderneming tracht te verkrijgen, als de overige aandeelhouders voldoende geïnformeerd worden over de wederzijdse standpunten.’

221. De Jongh 2007a en De Jongh 2011b; ik schaar mij bovendien achter Timmermans analyse van beschermingsaandelen in zijn conclusie sub 3.7.5–3.7.15 voor HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*).

en dat het in zoverre niet behoeft te verbazen dat de Ondernemingskamer en de Hoge Raad tot een andere uitkomst kwamen.

Anders lag het m.i. voor wat betreft de beschikkingen inzake *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI I* waarin de Hoge Raad eveneens de bestreden beschikkingen van de Ondernemingskamer vernietigde.²²² Deze beschikkingen betreffen alle conflicten binnen beurs-NV's over de zeggenschap van aandeelhouders omtrent belangrijke strategische beslissingen. Gemeenschappelijke noemer is dat de Ondernemingskamer telkens aan aandeelhouders belangrijke zeggenschap toekende, ook wanneer een expliciete wettelijke of statutaire basis ontbrak. Daarmee suggereer ik niet dat de Ondernemingskamer een eigen agenda had die ertoe strekte de zeggenschap van aandeelhouders te versterken. De Ondernemingskamer is niet zelden kritisch over de handelwijze van aandeelhouders; een duidelijk voorbeeld biedt de *Stork*-beschikking, waarover nr. 196. Het komt mij veeleer voor dat de Ondernemingskamer in de jaren na de millennium-wisseling haar taak als ondernemingsrechtelijke kort gedingrechter met zulk een enthousiasme vervulde dat zij al snel grond tot ingrijpen zag.²²³ Dit rechterlijk enthousiasme pakte niet zelden gunstig uit voor de externe aandeelhouders; ik ben er allerm minst zeker van of dit effect ook werkelijk werd beoogd.²²⁴

De Hoge Raad daarentegen benadrukte de autonomie van het bestuur, alsmede het belang dat duidelijkheid bestaat over de verdeling van bevoegdheden. In *HBG* oordeelde de Ondernemingskamer dat het bestuur gehouden is tot voorafgaande consultatie van de AVA indien het bestuur niet wil meewerken aan een openbaar onderhands bod op een wezenlijk deel van de activiteiten van de vennootschap. De Ondernemingskamer baseerde zich daarbij op heden ten dage in de samenleving breed gedragen opvattingen over *corporate governance*.²²⁵ De Hoge Raad daarentegen benadrukte dat een dergelijke consultatieplicht

‘niet kan worden aanvaard zonder een wettelijke of statutaire regeling, met name omtrent de omstandigheden waaronder de verplichting ontstaat en het

222. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 56 m.nt. Nieuwe Weme (*HBG*); HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*); HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*). Vgl. Assink 2009, 30 e.v. Het overnamegeschil rondom *Gucci* (HR 27 september 2000, *NJ* 2000, 653 (*Gucci*)) past in zoverre in bovenstaand rijtje dat de Ondernemingskamer getuigde van een vrijmoedige wijze van rechtsvinding. Het betrof hier niet de bevoegdheidsverdeling tussen organen, maar de vraag of de Ondernemingskamer bevoegd was het oordeel wanbeleid uit te spreken zonder eerst onderzoekers te hebben benoemd. Zonder wettelijke basis leidde de Ondernemingskamer deze bevoegdheid af uit het stelsel van de wet en werd op dit punt gecorrigeerd door de Hoge Raad.

223. Vgl. Willems 2000, sprekend over de enquêteprocedure als efficiënte dienstmaagd.

224. Vgl. Willems 2010.

225. OK 21 januari 2002, *JOR* 2002, 28 m.nt. Brink (*HBG*).

tijdstip waarop een consultatie zou moeten plaatsvinden, alsmede omtrent de consequenties die aan de niet-naleving van die verplichting zouden moeten worden verbonden. Bij gebreke van een dergelijke nadere regeling zou een verplichting tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders, naast of in plaats van een eventueel vereiste van voorafgaande instemming of goedkeuring achteraf, tot onaanvaardbare rechts-onzekerheid leiden. Voorts is bij een beursvennootschap in aanmerking te nemen dat in het kader van een voorafgaande consultatie te verstrekken informatie over de aanvaardbaarheid van een onderhands bod en over mogelijk door het bestuur van de vennootschap overwogen alternatieven, mede aan het belegend publiek beschikbaar zal moeten worden gesteld.’

ABN AMRO en *ASMI* betroffen gevallen van offensief aandeelhoudersactivisme. De opkomst van dit activisme, waarop ik in nr. 11 kort ben ingegaan, is elders in de literatuur uitvoerig besproken zodat ik volsta met een korte verwijzing.²²⁶ Deze zaken worden erdoor gekenmerkt dat offensieve activisten *de facto* de strategiebepaling naar zich toe wilden trekken. In nr. 194 is geconcludeerd dat de wetgever weliswaar niet beoogd heeft om de bestuurs-autonomie in te perken, maar dat deze kwestie stiefmoederlijk in de wetsgeschiedenis was behandeld. Hierdoor kon snel onzekerheid ontstaan over de vraag in hoeverre de AVA haar eigen opvattingen over de strategie kon doorzetten.

*ABN AMRO*²²⁷ ligt in zekere zin in het verlengde van *HBG*: opnieuw oordeelde de Ondernemingskamer dat de AVA, ondanks het ontbreken van een expliciete wettelijke of statutaire basis, moest worden betrokken bij een belangrijk bestuursbesluit. In *ABN AMRO* oordeelde de Ondernemingskamer dat de verkoop van LaSalle een aangelegenheid betrof ‘die zozeer raakt aan de gevallen die in [art. 2:107a BW] (...) zijn voorzien dat zij daarmee welhaast op één lijn is te stellen.’²²⁸ Naar het oordeel van de Ondernemingskamer zou onder de omstandigheden van het geval ‘in strijd (...) worden gekomen met de op de voet van artikel 2:8 BW in acht te nemen maatstaven van redelijkheid en billijkheid en met minst genomen de aan artikel 2:107a BW ten grondslag liggende gedachte’ indien het bestuursbesluit kort gezegd niet zou worden onderworpen aan AVA-goedkeuring.

In cassatie stelde de Hoge Raad voorop dat de Ondernemingskamer met betrekking tot de bevoegdheidsverdeling tussen organen het juiste uitgangspunt had gekozen: het bepalen van de strategie is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur, de RvC houdt daarop toezicht, terwijl de AVA haar opvattingen

226. Uitvoerig Chiu 2010 met talloze verwijzingen; voorts Raaijmakers 2005; Maatman & Raaijmakers 2006; De Jongh 2007a; Assink 2009; Overkleeft 2012.

227. In De Jongh 2007b ben ik uitvoeriger ingegaan op *ABN AMRO* dan ik thans kan doen.

228. OK 4 mei 2007, *JOR* 2007, 143 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten.²²⁹ Hoewel de Hoge Raad de door de Ondernemingskamer geschetste taakverdeling ten overvloede bevestigt (de desbetreffende overweging stond in cassatie niet ter discussie), lopen de wegen van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer voor wat betreft de uitwerking uiteen. De Hoge Raad benadrukt dat het bestuur verantwoording heeft af te leggen voor zijn beleid, maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen (vgl. art. 2:107a en art. 2:129 lid 3 BW) niet is verplicht de AVA in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Zo maakt de Hoge Raad duidelijk dat het primaat ligt bij het orgaan dat is belast met het behartigen van het belang van het geheel. Bovendien kent de Hoge Raad evenals in *HBG* groot gewicht toe aan het belang van rechtszekerheid over de bevoegdheidsverdeling, zo blijkt uit zijn oordeel over het door de Ondernemingskamer aangenomen goedkeuringsrecht.²³⁰

‘In het bijzonder de in het handelsverkeer vereiste rechtszekerheid verzet zich ertegen dat bij het ontbreken van een wettelijke of statutaire regeling de algemene vergadering van aandeelhouders zodanig verstrekkende bevoegdheden zouden toekomen enkel op grond van regels van ongeschreven recht, die afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval toepassing zouden moeten vinden. Zo moeten derden erop kunnen vertrouwen dat door het bestuur van de vennootschap in overeenstemming met de wettelijke en statutaire voorschriften verrichte rechtshandelingen in beginsel onaantastbaar zijn en dat, voor zover zij wel aantastbaar zijn, de mogelijkheid daartoe alleen bestaat op rechtsgronden die uit de wet of de statuten voor derden bekend hadden kunnen zijn. Ook de slagvaardigheid waarmee het bestuur moet kunnen handelen bij het bepalen in uitvoeren van de strategie van de aan de vennootschap verbonden onderneming pleit daarvoor.’

Ook in *ASMI I* openbaarde zich het verschil van inzicht tussen de Hoge Raad en de Ondernemingskamer met betrekking tot de taakverdeling tussen de verschillende vennootschapsorganen; deze taakverdeling had de Ondernemingskamer volgens de Hoge Raad miskend.²³¹ De Hoge Raad nam in aanmerking dat het bestuur met de externe aandeelhouders de dialoog was aangegaan, op hun argumenten was ingegaan, deze met goed onderbouwde en verdedigbare tegenargumenten had verworpen en daarbij het vennootschapsbelang op de

229. Zie ook reeds OK 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42 m.nt. Blanco Fernández (*Stork*), rov. 3.14. Over de bepaling van de strategie: Kemperink 2013, 31 e.v.

230. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

231. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*), rov. 4.4.1.

lange termijn tot uitgangspunt had genomen. Onjuist en onvoldoende gemotiveerd was daarom het oordeel dat ASMI zich kort gezegd met behulp van haar gedateerde *governance* defensief en gesloten had opgesteld. De Hoge Raad achtte zich zelfs geroepen te oordelen dat de Ondernemingskamer blijk had gegeven van een *onjuiste rechtsopvatting* dan wel haar oordeel ontoereikend had gemotiveerd door haar conclusie klaarblijkelijk (vrijwel) uitsluitend te baseren op de stellingen van de externe aandeelhouders, zonder dat zij kenbaar rekening had gehouden met hetgeen ASMI hiertegen had ingebracht.

Bovenstaande korte weergave van het samenspel tussen Ondernemingskamer en Hoge Raad is niet gegeven als analyse van de desbetreffende uitspraken; deze zijn uitvoerig becommentarieerd en ik heb daaraan weinig toe te voegen. Het gaat mij erom te illustreren hoe de Ondernemingskamer in *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI I* bijdroeg aan een verdere versterking van de positie van aandeelhouders. Hoewel in nr. 194 is gebleken dat de wetgever geen wijziging heeft willen aanbrengen in de bevoegdheidsverdeling tussen de AVA en het bestuur anders dan in de gevallen die expliciet in de wet werden geregeld, aarzelde de Ondernemingskamer niet om de AVA ondanks het ontbreken van een wettelijke of statutaire basis zeggenschap toe te kennen inzake strategiekwesties. De Ondernemingskamer leek soms meer gehoor te hebben voor de argumenten van aandeelhouders dan voor die van de vennootschapsleiding (vgl. rov. 4.4.3 in de *ASMI I*-beschikking van de Hoge Raad). Bovendien kon zij door de snelle procedure het geschil over de strategie in belangrijke mate bepalen. Anders dan de procedure voor de Ondernemingskamer is de cassatieprocedure niet afgestemd op de dynamiek van dergelijke geschillen. Een latere vernietiging van een OK-beschikking door de Hoge Raad kon een beslissende wending die de Ondernemingskamer aan een geschil had gegeven niet altijd meer ongedaan maken. De positie van aandeelhouders werd in de praktijk verder versterkt door de wijze van rechtsvinding die aanleiding gaf tot vergroting van de reeds bestaande rechtsonzekerheid. Meer dan eens hanteerde de Ondernemingskamer een voorzichtig uitgangspunt, om vervolgens op grond van de omstandigheden van het geval hierop een uitzondering te maken. Het bleef soms gissen hoe de hoofdregel zich tot de uitzondering verhiel.

Bij dit alles valt wel te bedenken dat de rechter, die in een periode van snel veranderende opvattingen, belangrijke wetswijzigingen en een nieuw fenomeen als offensief aandeelhoudersactivisme wordt gevraagd open normen te concretiseren, niet in een benijdenswaardige positie verkeert: algemeen erkende rechtsbeginselen en in Nederland levende rechtsovertuigingen (vgl. art. 3:12 BW) over de verhouding tussen bestuur en AVA waren in het begin van dit millennium allerm minst uitgekristalliseerd; de rol van de rechter is

des te lastiger wanneer men in aanmerking neemt dat de meeste aandeelhouders van beurs-NV's buitenlands zijn.²³²

196 Stork. Een geruchtmakend conflict tussen aandeelhouders en vennootschapsleiding is nog niet aan de orde gekomen: dat tussen Stork en haar aandeelhouders Centaurus, Paulson en Marel.²³³ Om twee redenen sta ik bij deze zaak uitvoeriger stil dan bij de andere hierboven kort behandelde geschillen. Stork is in zekere zin exemplarisch voor het offensieve activisme van de jaren 2000. Stork is bovendien niet aan de Hoge Raad voorgelegd. Het is daarom interessant om Stork niet alleen op zichzelf te bezien, maar ook om te onderzoeken welke betekenis *Stork* thans nog heeft in het licht van de latere *ABN AMRO*- en *ASMI I*-beschikkingen van de Hoge Raad.

De *hedge* fondsen Centaurus en Paulson hadden vanaf 2004 een belang opgebouwd van (uiteindelijk) ongeveer 30% van het geplaatste kapitaal. Sinds eind 2005 drongen zij er bij Stork op aan om het conglomeraat op te splitsen en de winsten aan de aandeelhouders uit te keren. Zij kregen steun van een aandeelhouder met een bijzonder eigen belang: Marel was gegadigde om één van deze divisies te kopen en heeft deze uiteindelijk ook gekocht. Nadat Stork in maart 2006 had toegezegd een opsplitsing van het concern en verkoop aan particuliere partijen te onderzoeken, heeft het in juli 2006 deze mogelijke strategiewijziging verworpen: de verwachte kasstromen van de verschillende onderdelen zouden onvoldoende zijn om de risico's op de korte termijn te compenseren. Op een BAVA, gehouden op 5 september 2006 naar aanleiding van dit besluit, gaf Centaurus c.s. geen reactie. Een dag later maakte Centaurus c.s. bekend in haar standpunt te volharden en verzocht zij om een BAVA waarin over een splitsingsvoorstel zou worden gestemd. Tijdens deze BAVA, die werd gedomineerd door Centaurus c.s., is dit voorstel aangenomen. Stork heeft Centaurus c.s. vervolgens een plaats in de RvC aangeboden mits Centaurus c.s. Stork achttien maanden de gelegenheid zou geven zich nader te oriënteren op de strategie. Toen Centaurus c.s. niet op de afgesproken datum op dit voorstel reageerde, hebben bestuur en RvC bekend gemaakt het (niet bindende) AVA-besluit als onverantwoord te verwerpen. Vervolgens heeft Centaurus c.s. een BAVA doen bijeenroepen alwaar zou worden gestemd over het voorstel het vertrouwen in de RvC op te zeggen op voet van art. 2:161a BW. Nadat de beschermingsstichting haar *call*-optie had uitgeoefend, entameerde Centaurus

232. Verdedigbaar acht ik dat de rechter zich onder dergelijk gesternte terughoudend opstelt. Indien het krachtenveld reeds aan grote en snelle veranderingen onderhevig is, acht ik voorstelbaar dat de rechter veeleer tegengas geeft teneinde zo veel mogelijk de stabiliteit te bewaren en te voorkomen dat het collectieve belang of bepaalde deelbelangen in het gedrang komen. Een tegenovergestelde benadering bergt het risico in zich dat centrifugale krachten verder worden versterkt. Dat laat onverlet dat het altijd makkelijk praten is als stuurman aan wal met wijsheid achteraf.

233. OK 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42 m.nt. Blanco Fernández (*Stork*).

c.s. een enquêteprocedure en verzocht zij onder andere schorsing van het stemrecht op de beschermingsprefs.

In haar beschikking nam de Ondernemingskamer in aanmerking dat (het beleid van) het bestuur werd gesteund door de RvC, de centrale ondernemingsraad, de werknemers, werknemersorganisaties en door zakelijke relaties. Zelfs de VEB, in het algemeen gekant tegen beschermingsprefs, kon de beschermings-emissie in dit geval billijken (rov. 3.16). Voorts werd Stork gesteund door institutionele beleggers als DeltaLloyd en Robeco, alsmede door stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis. De Ondernemingskamer overwoog verder dat de strategie blijkens de koersontwikkeling van het aandeel Stork haar vruchten had afgeworpen (rov. 3.16). Ook Centaurus c.s. had zich kort tevoren met het beleid kunnen verenigen: tijdens de AVA in maart 2006 had zij ingestemd met het beleid en gestemd vóór decharge van bestuur en RvC (rov. 3.18). Tegenover de gemotiveerde uiteenzetting van Stork waarom de wensen van Centaurus c.s. grote risico's meebrachten, had Centaurus c.s. naar het oordeel van de Ondernemingskamer onvoldoende argumenten aangevoerd waarom die risico's niet zouden bestaan of een alternatieve strategie de voorkeur verdiende (rov. 3.17).

Verder was volgens de Ondernemingskamer onduidelijk gebleven waarom Centaurus c.s. zich tijdens de AVA van 5 september 2006 niet had gemengd in de discussie, waarom zij Stork niet vóór de vergadering van 12 oktober 2006 had geïnformeerd over haar opvattingen over het beleid en waarom zij haar toezegging te zullen reageren op het compromisvoorstel niet gestand had gedaan. Als Centaurus c.s. wilde komen tot een vruchtbare dialoog viel volgens de Ondernemingskamer niet goed te begrijpen waarom zij herhaaldelijk directe maatregelen eiste en rechtsmiddelen in het vooruitzicht stelde (rov. 3.4). Ook bij uiterst terughoudende toetsing van de (beoogde) bevoegdheidsuitoefening door Centaurus c.s. aan art. 2:8 BW, kon niet worden aanvaard dat Stork zou worden gedwongen haar strategie te verlaten en te kiezen voor die van Centaurus (rov. 3.19).²³⁴

Tegen de achtergrond van het oordeel dat Centaurus c.s. handelde in strijd met art. 2:8 BW steken de verwijten aan het adres van Stork bleekjes af. Zo zou onduidelijk zijn gebleven waarom Stork niet had overlegd over een vermeende overtreding door Centaurus c.s. van de Wmz (rov. 3.4).²³⁵ Het tweede verwijt aan Stork is door latere ontwikkelingen achterhaald: de Ondernemingskamer werpt de RvC van Stork tegen dat deze niet bereid was tot overleg met

234. Hoewel inmiddels algemeen werd aangenomen dat aandeelhouders zijn gebonden aan art. 2:8 BW is de expliciete bevestiging niet zonder belang gelet HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (*Wennex*), HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*). Vgl. over de toepasselijkheid van art. 2:8 mijn discussie met Slagter (Slagter 2012; De Jongh 2012d met nawoord van Slagter), waarover Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 46.3.

235. Blijkens rov. 2.26 heeft Stork een verzoek tot het houden van een voorlopig getuigenverhoor ingediend in verband met deze vermeende overtreding.

Centaurus c.s. (rov. 3.4). Enkele jaren later, in *ASMI I*, zou de Hoge Raad oordelen dat de RvC niet verplicht is te bemiddelen bij conflicten tussen bestuur en aandeelhouders. De RvC is dienaangaande aan de aandeelhouders ook geen verantwoording verschuldigd, aldus de Hoge Raad.²³⁶

De Ondernemingskamer gaat in *Stork* (rov. 3.12) uitvoerig in op de uitoefening van de *call*-optie door de stichting. Tijdens de optieverlening is volgens de Ondernemingskamer niet onder ogen gezien dat aandeelhouders het recht zouden krijgen het vertrouwen in de RvC op te zeggen, zodat de optie ook niet kan zijn verleend om dit te voorkomen. De Ondernemingskamer kwalificeert de handelwijze van Centaurus c.s. bovendien niet als ‘vijandige overname’ of ‘overval’ met het oog waarop blijkens de destijds gegeven toelichting het optierecht was verleend.

Over deze kwalificatie kan men verschillend denken. De Ondernemingskamer gaf haar oordeel kort na de herziening van de structuurregeling die ertoe strekte de positie van de AVA in structuurvennootschappen te versterken. Met het oog daarop heeft de AVA het recht gekregen het vertrouwen in de gehele RvC op te zeggen (art. 2:161a BW). Uit de wetsgeschiedenis valt af te leiden dat de agendering van een voorstel tot ontslag van de RvC niet snel mag worden geweigerd met een beroep op een zwaarwichtig belang van de vennootschap.²³⁷ Anderzijds blijkt uit de wetsgeschiedenis dat het ontslagrecht niet ongekwalificeerd is. Volgens de toelichting moet het instrument niet worden gebruikt om de RvC onevenredig onder druk te zetten of te dwingen tot het nemen van besluiten die uitsluitend gericht zijn op de kortetermijnbehoeften van dat kleine deel van de kapitaalverschaffers dat op een bepaalde vergadering een toevallige meerderheid uitmaakt.²³⁸ In dit geval beoogde Centaurus c.s. de RvC te vervangen teneinde een strategiewijziging door te voeren die in essentie zou leiden tot het einde van het Stork-conglomeraat. M.i. mocht de beschermingsstichting dit in redelijkheid beschouwen als een overval die de continuïteit bedreigt.²³⁹

Ook kan men van mening verschillen over het oordeel van de Ondernemingskamer dat de uitgifte van de beschermingsprefs het recht om het vertrouwen in de RvC op te zeggen ‘kan blokkeren en in wezen permanent illusoir kan maken.’ Uit *RNA* blijkt immers dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.²⁴⁰ Bovendien: wanneer men met de Ondernemingskamer

236. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*), rov. 4.5.1.

237. TK 2001–2002, 28 179, nr. 5, p. 49–50.

238. TK 2001–2002, 28 179, nr. 3, p. 39. Om deze reden moet het voorstel met redenen omkleed zijn en dient het meerderheidsbesluit ten minste 1/3 van het geplaatste kapitaal te vertegenwoordigen.

239. In gelijke zin Raaijmakers 2007a en Raaijmakers & Van der Schee 2008, 1157; Dortmond 2008, 627 e.v.

240. Zie nr. 195, nt. 220. Evenzo Raaijmakers 2007a; vgl. voorts Kroeze & Verbrugh 2007.

aanneemt dat Centaurus c.s. handelde in strijd met art. 2:8 BW, waarom verwijt de Ondernemingskamer dan de stichting dat zij met de uitoefening van haar optierecht beoogde te voorkomen dat zou worden gehandeld in strijd met art. 2:8 BW?²⁴¹ Het komt mij voor dat de uitoefening van de beschermingsoptie er niet zozeer op was gericht het aandeelhoudersrecht ex art. 2:161a BW permanent illusoir te maken, als wel beoogde te voorkomen dat Centaurus c.s. misbruik van hun bevoegdheid zou maken door zich *de facto* de zeggenschap over de strategiebepaling toe te eigenen.

De Ondernemingskamer overweegt voorts dat de beschermingsmaatregel niet is gerechtvaardigd, nu deze niet verder kan strekken om het bestuur en de RvC gedurende een zekere tijd de gelegenheid te geven zich te vergewissen van de voornemens van de aandeelhouder. Ik vraag mij af hoe deze overweging zich verhoudt tot *RNA*. Blijkens *RNA* is niet doorslaggevend dat reeds vóór de uitgifte van beschermingsaandelen overleg is gevoerd; strekking van *RNA* is immers om in afwachting van de uitkomst van *verder overleg* de status quo te handhaven. Met Timmerman meen ik dat het overleg moet worden voortgezet in een door de uitoefening van de beschermingsaandelen gewijzigde verhouding.²⁴² In deze nieuwe verhouding kunnen wellicht oplossingen worden gevonden die voorheen niet haalbaar waren.

Vallen er op grond van de destijds bekende jurisprudentie vraagtekens te plaatsen bij de beoordeling van de uitoefening van de beschermingsoptie, rov. 3.12 van *Stork* is sindsdien door *ASMI I* achterhaald. Naar het oordeel van de Hoge Raad betreft de uitoefening door de stichting van haar *call*-optie niet het beleid van de vennootschap; voor de doeleinden van het enquêterecht geldt de stichting daarom niet als medebeleidsbepaler, wier handelen gegronde redenen oplevert om aan een juist beleid te twijfelen. Op basis van *ASMI I* moet daarom achteraf worden geconcludeerd dat de uitoefening van een optierecht niet in een enquêteprocedure valt te toetsen en dat deze uitoefening evenmin kan dienen als grond voor het treffen van een onmiddellijke voorziening.²⁴³

Misschien is rov. 3.12 in nog een opzicht achterhaald. Tegen de achtergrond van de destijds door *Stork* gegeven toelichting op de optieverlening kent de

241. Rov. 3.19 en 3.12.

242. AG Timmerman sub 3.7.10 in zijn conclusie voor HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*).

243. Ik heb zelf enige aarzeling bij de kennelijke bedoeling van de Hoge Raad om de toetsing van de uitoefening van het optierecht neer te leggen bij de kort gedingrechter. Dit komt mij omslachtig voor, omdat het handelen van de stichting ná de uitoefening van het optierecht wél in een enquêteprocedure kan worden getoetst. Bovendien zullen bestuur en RvC in de regel wel ergens betrokken zijn bij de uitoefening van een beschermingsoptie. In HR 23 maart 2012, *NJ* 2012, 393 m.nt. PvS (*e-Traction II*), rov. 4.1.3 betoonde de Hoge Raad zich wel gevoelig voor het nadeel van dubbele procedures en het risico van tegenstrijdige uitspraken. De processuele context was daarin echter een andere: het ging om de vraag of een verzoek ex art. 2:349a lid 2 of 3:355 lid 3 BW ook kan worden gedaan door andere belanghebbenden dan de indieners van het in art. 2:355 lid 1 genoemde verzoek.

Ondernemingskamer geen doorslaggevende beperkte betekenis toe aan de ruime formulering in de optieovereenkomst en de statuten van de beschermingstichting. In *ASMI I* speelde een vergelijkbare kwestie. In zijn conclusie vóór *ASMI I* heeft AG Timmerman betoogd dat een besluit tot (emissie) machtiging en tot het verlenen van een optie moet worden uitgelegd aan de hand van de *tekst* van het besluit en niet (tevens) aan de hand van de notulen van de vergadering of andere geschriften die de vennootschap heeft opge maakt.²⁴⁴ De Hoge Raad is in *ASMI I* aan deze vraag niet toegekomen; wel heeft de Ondernemingskamer in haar *ASMI*-beschikking na cassatie en verwijzing de opvatting van Timmerman tot de hare gemaakt.²⁴⁵ Als de opvatting van Timmerman en de gewijzigde opvatting van de Ondernemingskamer juist is, dan moet misschien worden geconcludeerd dat niet de toelichting bij de optieverlening, maar de tekst van het optiebesluit doorslaggevend is.

Naar het oordeel van de Ondernemingskamer was er niet langer sprake van gezonde verhoudingen binnen Stork en was sanering en herstel van de verhoudingen van het grootste belang (rov. 3.4 jo. 3.3). Het moge zo zijn dat deze verhoudingen verstoord waren en dat dit in het algemeen reden vormt te twijfelen aan een juist beleid. Dat laat onverlet dat bezwaarlijk aan de indruk valt te ontkomen dat de verstoorde verhoudingen in overwegende mate zijn veroorzaakt door de partijen die belang hadden bij een interventie van de Ondernemingskamer. Het is de vraag of een doel van het enquêterecht – het herstel van goede verhoudingen – ermee is gediend, wanneer de enquêteprocedure een forum biedt aan partijen die de verslechterde verhoudingen in overwegende mate hebben veroorzaakt. Daarbij valt te bedenken dat Centaurus c.s. in wezen beoogden om als aandeelhouders de strategie van de vennootschap te bepalen. De procedure heeft minstgenomen niet voorkomen dat inbreuk werd gemaakt op de verdeling van bevoegdheden tussen vennootschapsorganen.²⁴⁶

De Ondernemingskamer rept voorts van een ontstane impasse, hetgeen eveneens een grondslag voor twijfel aan een juist beleid kan vormen (rov. 3.4).²⁴⁷ Ik vraag mij af of de Ondernemingskamer hier niet wat vroeg was met haar oordeel. Was de impasse niet juist doorbroken met de uitgifte van de beschermingsprefs? De beschermingsaandelen – naar hun aard een tijdelijk middel – strekten ertoe om nieuwe verhoudingen te scheppen waarin partijen met verder overleg wellicht wél een oplossing hadden kunnen bereiken. Wanneer de Ondernemingskamer voorshands oordeelde dat de handelwijze van Centaurus c.s. strijdt met art. 2:8 BW, waarom nodigde zij Centaurus c.s. dan niet uit tot een gematigder opstelling? De tijdelijk doorbroken impasse,

244. AG Timmerman sub 3.7.2–3.7.4 in zijn conclusie vóór HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*).

245. OK 14 april 2011, *JOR* 2011, 179 m.nt. Hermans (*ASMI*), rov. 3.7.

246. Over instructies door beursaandeelhouders en de bestuursautonomie: De Jongh 2007a.

247. Vgl. Kroeze & Verbrugh 2007.

gecombineerd met het voorlopig oordeel dat Centaurus c.s. (i) handelt in strijd met art. 2:8 BW en (ii) inbreuk poogt te maken op de verdeling van bevoegdheden tussen organen hadden zeer wel de voorwaarden voor een compromis kunnen scheppen.

De Ondernemingskamer gelastte een onderzoek en drie onmiddellijke voorzieningen: zij benoemde drie commissarissen met bijzondere bevoegdheden ten aanzien van de strategie, ze verbood kort gezegd de voorstellen van de activisten in stemming te brengen en gelastte de intrekking van de beschermingsprefs. Daarmee werd een ontwikkeling in gang gezet die zou leiden tot de opsplitsing van het concern – een strategie die het bestuur met steun van alle overige betrokkenen juist wilde voorkomen. De getroffen voorzieningen ten spijt, de offensieve activisten wisten zo alsnog hun doel te bereiken en als aandeelhouder de strategie te bepalen; ondanks het ontbreken van een wettelijke of statutaire basis begaven de offensieve activisten zich op het terrein dat aan het autonome bestuur is voorbehouden. Met haar ‘salomonsoordeel’ opende de Ondernemingskamer naar mijn inzicht een deur die voor de offensieve aandeelhouders (althans op dat moment) gesloten had moeten blijven. Hiermee werd bovendien een voorbeeld gesteld dat andere offensieve activisten kon aanmoedigen. Het besef van de *nuisance value* die een enquêteprocedure in een geschil met aandeelhouders over de strategie kan meebrengen was bovendien elders tot de bestuurskamers doorgedrongen. Een maand later, op 21 februari 2007, arriveerde de brief van TCI op de mat van ABN AMRO.²⁴⁸

197 *Empty voting.* Met het offensieve aandeelhoudersactivisme ontstond ook in Nederland discussie over *empty voting*.²⁴⁹ Onder *empty voting* versta ik het in het eigen belang (doen) uitoefenen van het stemrecht op beursgenoteerde aandelen door een persoon die op de registratiedatum niet het economisch risico draagt dat aan de desbetreffende aandelen verbonden is.²⁵⁰ Door middel van uiteenlopende derivatenconstructies is het eenvoudig mogelijk veel stemmen uit te brengen zonder het dienovereenkomstig economisch risico te dragen. Eigen aan de beleggingsstrategieën van veel *hedge* fondsen is dat zij hun posities afdekken door het innemen van een *short*-positie, het beleggen in derivaten

248. Smit 2008, 344.

249. Uitvoerig Schouten 2012 met talloze verwijzingen.

250. *Empty voting* wordt ook wel gedefinieerd als de uitoefening van het stemrecht zonder dienovereenkomstig economisch belang (vgl. www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf). Deze definitie komt mij wat breed voor. Onder de definitie moeten m.i. niet worden gebracht (i) de uitoefening van het stemrecht door een intermediair conform de steminstructies van een achterliggende belegger die het economisch risico draagt, (ii) het stemmen op nog niet geheel volgestorte aandelen of (iii) op aandelen die tegen een lagere koers dan de beurskoers zijn uitgegeven.

zoals opties die winst opleveren bij koersdaling (zulks ter onderscheiding van een *long*-positie die een belegger winst oplevert bij koersstijging).²⁵¹ Aangezien *hedge* fondsen veel *short*-posities innemen is het niet verwonderlijk dat vooral deze fondsen werden beticht van *empty voting*.

Het klassieke voorbeeld van *empty voting* deed zich in 2004 voor in de VS bij het bod van Mylan op King.²⁵² Perry, een *hedge* fonds, had een groot belang in King en had uit dien hoofde belang bij het slagen van het bod. Als gevolg van het bod daalde de koers van Mylan aanzienlijk. De aandeelhouders van zowel Mylan als King moesten het bod goedkeuren. Perry nam vervolgens een groot belang in Mylan en werd haar grootste aandeelhouder. Het economische belang van Perry was echter nihil, omdat Perry dit geheel had afgedekt. Perry trachtte de overname door te zetten, zelfs als dit een negatieve uitwerking voor Mylan zou hebben. Het stemrecht dat Perry in Mylan zonder enig financieel belang kon uitoefenen werd aldus gebruikt om haar belang in King te dienen.

Er zijn vermoedens geuit dat zich iets soortgelijks zou hebben voorgedaan tijdens de AVA van Fortis die in 2007 de overname van ABN AMRO goedkeurde.²⁵³ Hoewel bewijs ontbreekt, staat in ieder geval vast dat *hedge* fondsen met grote belangen in ABN AMRO gebaat waren bij AVA-goedkeuring door Fortis. Voorts staat vast dat de voorgenomen overname door Fortis-aandeelhouders was bekritiseerd en de koers fors was gedaald. Dit contrasteert met de grote meerderheid waarmee de Fortis-BAVA de overname goedkeurde.

Wanneer iemand het stemrecht uitoefent, terwijl hij als gevolg van *short*-posities een financieel belang heeft bij een koersdaling, bestaat de kans dat het stemrecht wordt uitgeoefend met het oogmerk om de vennootschap te schaden. Gelet op dit risico van misbruik heeft Schouten op overtuigende gronden bepleit om beleggers aan informatieverplichtingen over hun *short*-posities te onderwerpen.²⁵⁴ Onlangs is op Europees en nationaal niveau hierover vooruitgang geboekt. Op 1 november 2012 is de ‘Verordening betreffende *short selling* en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps’ in werking getreden.²⁵⁵ In deze verordening speelt het begrip een netto *short*-positie (of netto negatief belang) een rol; kort gezegd is dit het netto belang bij een koersdaling. Op grond van art. 6 van deze Verordening dienen beleggers een netto *short*-positie van 0,5% van het geplaatste kapitaal en iedere wijziging van 0,1% daarboven openbaar te maken. Bovendien vallen per 1 juli 2013 bruto *short*-posities onder het reguliere meldingsregime; bruto *short*-posities van tenminste 3% moeten daarom bij de AFM worden gemeld (art. 5:38 lid 3 en 5:39 lid 3 Wft).

251. Raaijmakers 2007b, 24 e.v.

252. Schouten 2012, 42 e.v. en De Jongh 2007a, beiden met verdere verwijzingen.

253. Raaijmakers 2009.

254. Schouten 2012, 1 e.v.

255. Verordening 236/2012 van 14 maart 2012, PbEU L 86/1.

Wanneer aandeelhouders die *short*-posities hebben gemeld zich aanmelden voor de AVA kan enig inzicht ontstaan in de vraag of *empty voting* voorkomt. Hierdoor neemt de kans op misbruik van het stemrecht af. De vervolgvraag is of het probleem daarmee voldoende is opgelost, dan wel of verdere consequenties aan *empty voting* moeten worden verbonden. De beantwoording van deze vraag hangt m.i. mede af van de grondslag die men voor het stemrecht kiest. In nr. 178 werd onderscheiden tussen twee grondslagen: een utilitaristische, redenerend vanuit het algemeen belang bij een goed toezicht op het bestuur, en een grondslag die het eigenbelang van de aandeelhouder tot uitgangspunt neemt.

Hoewel op basis van een utilitaristische redenering bezwaren tegen *empty voting* vallen aan te voeren,²⁵⁶ heeft *empty voting* vanuit dit perspectief niet *per se* problematisch te zijn. De beoordeling van *empty voting* hangt er dan vanaf of *empty voting* in concreto bijdraagt aan welvaartsmaximalisatie, bijvoorbeeld doordat de *empty voter* op een goed geïnformeerde, rationele en onafhankelijke wijze een stem uitbrengt.²⁵⁷ Op basis van een utilitaristisch uitgangspunt zal het van de omstandigheden afhangen of *empty voting* geoorloofd is.²⁵⁸

Ook ik zie dat de uitoefening van het stemrecht een algemeen belang kan dienen en dat utilitaristische motieven in de context van het stemrecht een rol kunnen spelen. Utilitaristische gezichtspunten kunnen bijvoorbeeld meewegen bij de toetsing van de uitoefening van het stemrecht aan art. 2:8 BW.²⁵⁹ Niettemin meen ik dat het stemrecht niet in de eerste plaats is gegeven om in het algemeen belang een efficiënte vorm van toezicht te organiseren (nr. 178). Een aandeelhouder houdt zijn aandeel voor eigen rekening en risico. Om in zijn eigen belang de risico's die aan dit aandeel zijn verbonden zo veel mogelijk te beperken en de opbrengsten te maximaliseren, geniet hij zeggenschapsrechten.

256. Ringe 2012.

257. Een voorbeeld van deze benadering biedt Schouten 2012, 116 e.v.; 237. *Voting efficiency* is volgens hem de meetlat waarlangs *empty voting* moet worden beoordeeld: '[A]n analysis of *empty voting* should focus on its potential to enhance efficiency. *Empty voting* realizes this potential when it enables a shareholder with superior information to obtain greater voting power, thereby increasing the probability that a majority of the shares is voted in favor of the correct option.' (Schouten 2012, 129)

258. Schouten 2012, 224 wil bijvoorbeeld misbruik straffen via art. 2:15 lid 1 sub b BW. Volgens hem is het besluit in beginsel op deze grond vernietigbaar indien (i) sprake is van een tegenstrijdig belang tussen dat van de gezamenlijke aandeelhouders en een aandeelhouder met een netto negatief belang, (ii) deze laatste aandeelhouder (naar redelijkerwijze valt te verwachten) in staat is een doorslaggevende stem uit te brengen, en (iii) die aandeelhouder niettemin zijn stem uitbrengt overeenkomstig zijn eigen belang. Ringe 2012 wijst in dit verband op het risico dat *empty voting* leidt tot hogere informatie- en *agency*-kosten.

259. Zie bijv. Rb. Amsterdam 18 mei 2011, *ECLI:NL:RBAMS:2011:BQ4815* (*FortisEffect c.s./ Staat en Fortis NV*), rov. 4.3.4.3–4.3.4.5.

Deze mag een aandeelhouder daarom in beginsel in zijn eigen belang uitoefenen.²⁶⁰

Wanneer de ‘aandeelhouder’ daarentegen een netto *short*-positie aanhoudt, dan ontvalt ook de ratio waarom deze zeggenschap mag uitoefenen: de ‘aandeelhouder’ ondervindt immers niet de eventuele nadelige gevolgen in het geval waarin het besluit voor de vennootschap slecht uitpakt. Bovendien valt niet in te zien waarom overstemde aandeelhouders met een positief belang wél gebonden zijn aan, en de consequenties ondervinden van, een besluit dat is totstandgekomen dankzij de stemmen die zijn uitgebracht door een *de facto* buitenstaander met een netto negatief belang. Dit komt er in wezen op neer dat een buitenstaander met een belang dat is *tegengesteld* aan dat van de NV zijn wil aan de NV oplegt. De aandeelhouder met een netto negatief belang heeft er immers belang bij dat het de vennootschap slecht zal vergaan. Voor een dergelijke gang van zaken valt geen rechtvaardiging te vinden, noch vanuit het perspectief van de overstemde aandeelhouders, noch vanuit het perspectief van de vennootschap. Daar komt bij dat de wet slechts aan aandeelhouders het stemrecht toekent (art. 2:118 lid 1 BW). Met het systeem van de wet is in strijd dat het stemrecht toekomt aan een persoon met een belang dat rechtstreeks tegengesteld is aan dat van de NV. Ik zou daarom willen aannemen dat de door een persoon met een netto negatief belang uitgebrachte stemmen nietig zijn wegens strijd met de vennootschappelijke openbare orde (art. 2:13 BW).

Indien een aandeelhouder een deel van zijn belang met *short*-posities heeft afgedekt en dus een netto positief belang heeft, zullen de stemmen die worden gedekt door een netto positief belang geldig zijn. Ten aanzien van de stemmen die niet worden gedekt door een positief belang, is het m.i. lastig algemene uitspraken te doen. De wet neemt weliswaar tot uitgangspunt dat een evenredige relatie bestaat tussen het economische belang en het stemrecht (art. 2:118 lid 2 en 3 BW), maar op dit uitgangspunt bestaan tal van uitzonderingen.²⁶¹ In Europees verband is geconcludeerd dat nadere regulering op dit vlak wenselijk noch haalbaar is.²⁶² Het gaat mij daarom te ver om in zijn algemeenheid *empty voting* door een aandeelhouder met een netto positief belang met nietigheid te sanctioneren.

Het zal van de omstandigheden afhangen of dit ‘surplus aan stemmen’ geldig is uitgebracht, dan wel of het besluit geldig, nietig of vernietigbaar is. Algemeen wordt aangenomen dat de verkoop van het stemrecht ongeoorloofd

260. De Jongh 2011b; De Jongh 2012b; De Jongh 2012d. Vgl. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (*Wennex*), HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*).

261. Denk aan art. 2:118 lid 4 en 5 BW, het gegeven dat de hoogte van een agiostorting geen gevolgen heeft voor het stemrecht, het bestaan van prioriteitsaandelen of de toelaatbaarheid van certificering.

262. De Jongh 2009b met verdere verwijzingen.

is, omdat transacties omtrent het stemrecht geen bron van inkomsten mogen worden.²⁶³ Van ongeoorloofde stemmenkoop is m.i. in beginsel sprake wanneer aandelen tegen vergoeding worden ‘geleend’ (*securities lending*) met het oogmerk om op deze aandelen te stemmen.²⁶⁴ Deze praktijk wordt internationaal algemeen veroordeeld.²⁶⁵ Ik zou daarom stemmen op aandelen die voor dat doel zijn ingeleend in beginsel willen aanmerken als nietig wegens strijd met de vennootschappelijke openbare orde.²⁶⁶

Lastiger wordt het indien een aandeelhouder met een netto positief belang zijn belang gedeeltelijk heeft afgedekt met derivaten. Nietigheid van de *empty votes* gaat dan misschien wat ver. Indien de aandeelhouder met een *empty vote* een doorslaggevende stem heeft uitgebracht, acht ik wel denkbaar dat het besluit voor vernietiging in aanmerking komt op grond van art. 2:15 lid 1 sub b jo. art. 2:8 BW. Als relevante gezichtspunten kunnen meespelen het verschil tussen het netto en het bruto positief belang, de openheid die de desbetreffende aandeelhouder heeft betracht, alsmede de mate waarin zijn eigen belang tegengesteld is aan dat van de vennootschap en andere betrokkenen. Indien het niet de aandeelhouder zelf, maar een groepsvennootschap is, die het belang heeft afgedekt, kan voorts meespelen of de aandeelhouder ervan op de hoogte was of geacht mag worden te zijn dat een groepsvennootschap een negatief belang in de vennootschap hield.

Het huidige vennootschapsrecht beschikt reeds over enkele instrumenten die kunnen worden ingezet om *empty voting* tegen te gaan. Om te voorkomen dat een belegger met een netto negatief belang deelneemt aan de vergadering kan art. 2:117 lid 3 BW behulpzaam zijn. Op grond van dat artikel kunnen de statuten bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot deelname aan de AVA zolang hij in gebreke is te voldoen aan een statutaire verplichting. Teneinde te voorkomen dat nietige stemmen worden uitgebracht kunnen de statuten m.i. de aandeelhouder verplichten te verklaren dat de aandeelhouder

263. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 384 met verwijzingen.

264. In gelijke zin Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 217.1. Ruimte voor een uitzondering zie ik slechts indien en voor zover de ingeleende aandelen worden gedekt door een *long*-positie; in dat geval is er strikt genomen geen sprake van *empty voting*, omdat de inlener van de aandelen een netto positief belang heeft.

265. Zie een overzicht van *market practices* op www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf, p. 16. Ook volgens Eumediton is het *best practice* om aandelen niet in te lenen voor enkel en alleen het uitoefenen van het stemrecht (www.eumediton.nl).

266. Raaijmakers 2007b, 32 e.v. valt toe te geven dat de nietigheid in de praktijk lastig is te bewijzen omdat *securities lending* ook plaatsvindt om legitieme redenen die niets van doen hebben met het stemmen op aandelen. Dit verandert misschien met de nieuwe informatie-verplichtingen. Indien bij een groot bruto negatief belang is gestemd en aandelen zijn ingeleend, is alleszins denkbaar dat de rechter voorshands (behoudens tegenbewijs) aanneemt dat de aandelen zijn ingeleend met het oogmerk om een stem uit te brengen. Vgl. voorts Abma 2007, 119 e.v.

(tezamen met zijn groepsmaatschappijen) op de registratiedatum geen netto negatief belang in de vennootschap houdt.²⁶⁷

De tweede volzin van art. 2:118 lid 1 BW kan op vergelijkbare wijze worden ingezet om te voorkomen dat een aandeelhouder met een gering netto positief belang en een groot bruto positief belang een onevenredig aantal stemmen uitbrengt. Volgens deze tweede volzin kunnen de statuten bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot uitoefening van het stemrecht zolang hij in gebreke is te voldoen aan een statutaire verplichting. De statuten kunnen voorschrijven dat de aandeelhouder verklaart dat de aandelen waarop gestemd wordt volledig (of voor ten minste een bepaald percentage) worden gedekt door een netto positief belang. *Empty voting* kan hierdoor ongetwijfeld niet in alle gevallen worden voorkomen, maar de vennootschap kan zelf wel een zekere drempel opwerpen.

9.2.3 Herstel van het evenwicht en nadruk op dialoog

198 Vanaf 2007: de slinger beweegt terug. Het succes van offensieve activisten bij Stork en ABN AMRO leidde tot een tegenbeweging en een herwaardering van het leerstuk van de bestuursautonomie en de ratio die hieraan ten grondslag ligt.²⁶⁸ Ik stem hiermee in op de gronden uiteengezet in nr. 5 en § 10.1. Dit betekent overigens niet dat ik de argumenten die offensieve aandeelhoudersactivisten aan hun campagnes ten grondslag legden op voorhand verwerp. De vraag of een activist *in concreto* een punt heeft moet immers worden onderscheiden van de vraag of het in zijn algemeenheid wenselijk is om de bestuursautonomie in te perken.²⁶⁹ Die laatste vraag kan niet in het luchtledige worden bepaald, maar hangt af van de bestaande machtsbalans. Wanneer aandeelhouders maar weinig zeggenschap genieten, zoals in de VS, kan er meer reden zijn voor verschuiving van de machtsbalans tussen bestuur en aandeelhouders.²⁷⁰ Offensief activisme in de VS moet daarom anders worden beoordeeld dan in landen waar aandeelhouders meer zeggenschap genieten. Het activisme in Nederland vond plaats kort nadat de zeggenschap van aandeelhouders in verschillende opzichten was versterkt; onder die omstandigheden was het m.i. verstandig om pogingen om de bestuursautonomie in te perken te weerstaan en, integendeel, de betekenis

267. Brengt een aandeelhouder zijn stem uit conform de instructies van een investeerder, bedoeld in art. 49a sub c Wge, dan kan van de aandeelhouder verlangd worden dat hij een dergelijke verklaring namens de investeerder aflegt.

268. Vgl. Overkleef 2012 met tal van verwijzingen.

269. Denk aan ASMI: nadat de strijd met offensieve activisten die een splitsing voorstonden was beslecht ten gunste van de vennootschapsleiding, kregen de activisten althans gedeeltelijk hun zin: ASMI liet haar 50%-belang in de winstgevende tak verwateren tot 40% en keerde een extra dividend aan de aandeelhouders uit.

270. Vgl. Bebchuk, Brav & Jiang 2013, overigens bestreden door Lipton 2013.

van de bestuursautonomie te onderstrepen. Dat impliceert echter geen algemeen oordeel over offensief activisme en evenmin een oordeel over de argumenten die offensief activisten in een concreet geval hebben aangevoerd.

De herwaardering van de bestuursautonomie geschiedde in de eerste plaats door de *ABN AMRO*- en *ASMI I*-beschikkingen van de Hoge Raad (nr. 195).²⁷¹ De tegenbeweging valt ook waar te nemen in de Code Frijns.²⁷² De Code Frijns vergroot de bestuursautonomie in zoverre dat principe II.1 en *best practice* II.1.2 benadrukken dat het bestuur oog heeft voor de maatschappelijke aspecten van ondernemen.

Bijzondere aandacht wijdt de Code Frijns aan het agenderingsrecht. In Stork en ABN AMRO wisten offensieve activisten met gebruikmaking van het agenderingsrecht de strategie te bepalen en begaven zich zo op het terrein dat is voorbehouden aan het bestuur. In ASMI werd hetzelfde wapen ingezet, uiteindelijk tevergeefs. De effectiviteit van het agenderingsrecht, in combinatie met het enquêterecht bewerkstelligde niet slechts een herstel van *checks and balances*, maar behelsde een feitelijke machtsverschuiving.²⁷³ Tegen deze achtergrond moeten de *best practice* bepalingen IV.4.4 en II.1.9 worden begrepen. Deze pogen escalatie te voorkomen doordat het agenderings- en convocatierecht pas wordt uitgeoefend nadat de aandeelhouder in overleg is getreden met het bestuur. Het bestuur mag een responstijd van ten hoogste 180 dagen inroepen voor nader overleg indien een agendapunt wordt geagendeerd dat kan leiden tot wijziging van de strategie. Hiermee is niet alleen de-escalatie gediend, maar koopt het bestuur ook tijd die offensieve activisten gelet op hun beleggingshorizon niet altijd hebben.²⁷⁴

Ook de wetgever heeft zich over het agenderingsrecht gebogen. Ter implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten is met ingang van 1 juli 2010 de zwaarwegende reden als weigeringsgrond uit art. 2:114a lid 1 BW geschrapt. Uit de Parlementaire Geschiedenis blijkt evenwel dat de soep niet altijd zo heet gegeten wordt als deze wordt opgediend. De minister: ‘Deze

271. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*); HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*). Voorts De Jongh 2007b en Overkleef 2012.

272. Vgl. Overkleef 2012.

273. Overkleef 2009.

274. De vraag is gerezen hoe de termijnen van deze codebepalingen zich verhouden tot de wettelijke termijnen van art. 2:114a BW. In OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*) overwoog de Ondernemingskamer in dit verband dat de codebepalingen vallen te begrijpen als een uitwerking van de ook door aandeelhouders te betrachten eisen van redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), waaronder de bereidheid een dialoog aan te gaan bij een voorgenomen agendering die kan leiden tot een strategiewijziging. De responstijd kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer worden doorbroken indien daarvoor voldoende zwaarwichtige redenen zijn. Vgl. TK 2010–2011, 32 014, nr. 12, p. 9–10.

wijziging van het agenderingsrecht brengt geen wijziging van de bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering en het bestuur mee. Wanneer de aandeelhoudersvergadering niet bevoegd is om over een onderwerp te besluiten, zal dit onderwerp niet in stemming worden gebracht door de voorzitter.²⁷⁵ Met Timmermans meen ik dat het bestuur evenmin een voorstel in stemming behoeft te brengen, indien het een onderwerp betreft waarover door de AVA slechts besloten kan worden nadat het bestuur daartoe een voorstel heeft gedaan aan de AVA.²⁷⁶ Een andere opvatting leidt ertoe dat, indien de AVA het geagendeerde besluit zou aannemen, een nietig besluit zou worden genomen. Wel dient het onderwerp ter bespreking te worden geagendeerd, zo volgt uit het schrappen van de weigeringsgrond.

De inachtneming van deze opmerking van de minister kan voortaan in veel gevallen voorkomen dat een eigen dynamiek ontstaat terzake van een onderwerp dat niet tot de bevoegdheid van de AVA behoort. Men kan zich afvragen of de responstijd uit de Code Frijns daarmee niet veel van zijn betekenis heeft verloren, nu (i) de Hoge Raad in *ABN AMRO* en *ASMI I* onderstreept dat de strategiebepaling niet aan de aandeelhouders is en (ii) de minister bevestigt dat geagendeerde onderwerpen die de bevoegdheid van de AVA te buiten gaan niet in stemming behoeven te worden gebracht. *Cryo-Save* toont echter aan er wel degelijk onderwerpen kunnen worden geagendeerd die kunnen leiden tot een wijziging van de strategie.²⁷⁷ Het zal daarbij vooral gaan om de benoeming van nieuwe bestuurders of commissarissen. In dat geval behoudt de responstijd, als concretisering van art. 2:8 BW, m.i. zijn betekenis.

Op 1 juli 2013 is het agenderingsrecht in art. 2:114a BW overigens opnieuw gewijzigd met een verhoging van de drempel van 1% van het geplaatste kapitaal of € 50 miljoen naar 3% van het geplaatste kapitaal.

Voorts heeft de wetgever, mede op advies van de SER, NV's enigszins willen beschermen tegen de enquêteprocedure als instrument van offensieve activisten. Voor beurs-NV's is de oude drempel (in de praktijk € 225.000 van het nominale geplaatste kapitaal, zie art. 2:346 lid 1 sub b BW (oud)) per 1 januari 2013 fors verhoogd naar een belang met een beurswaarde van € 20 miljoen (art. 2:346 sub c BW). Bovendien mag het bestuur zelf een enquête verzoeken naar het gedrag van aandeelhouders, ook buiten de AVA (art. 2:346 lid 1 sub d BW). Het bestuur mag onmiddellijke voorzieningen verzoeken, zoals opschorting van het stemrecht. De bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen vóórdat een onderzoek is gelast is slechts

275. EK 2009–2010, 31 746, C, p. 6. Voorts TK 2008–2009, 31 746, nr. 7, p. 12, alsmede HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*), rov. 4.4.1; Oranje 2012, 286 e.v. en 303.

276. Timmermans 2012.

277. OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*).

mogelijk indien er naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of aan de juiste gang van zaken te twijfelen (art. 2:349a lid 3 BW).²⁷⁸ Om te voorkomen dat onderzoekers onder druk gezet worden door partijen is bovendien in art. 2:351 lid 5 BW neergelegd dat zij slechts aansprakelijk zijn bij opzettelijk onbehoorlijk handelen dan wel met kennelijk grove miskenning van hetgeen een behoorlijke taakvervulling meebrengt.

In hoeverre deze maatregelen het beoogde effect zullen hebben, moet nog worden afgewacht. Of de afname van offensief aandeelhoudersactivisme de laatste jaren aan de nieuwe regels en jurisprudentie moet worden toegeschreven valt te betwijfelen.²⁷⁹ De afname was een wereldwijd fenomeen en lijkt veeleer het gevolg van de kredietcrisis. Hoewel *hedge* fondsen zich erop laten voorstaan ook in een *bear market* grote winsten te kunnen behalen lijkt dit niet in alle gevallen op te gaan. Ook *hedge* fondsen hebben als gevolg van grote verliezen en financiering met vreemd vermogen posities moeten liquideren. Tegelijkertijd beperkte de kredietcrisis de mogelijkheid om nieuw vreemd vermogen aan te trekken.

Hoewel de afname van het offensieve activisme vooral aan de nieuwe gewijzigde marktomstandigheden lijkt toe te schrijven, komt het mij niet waarschijnlijk voor dat de Ondernemingskamer in de toekomst aan offensieve activisten een forum zal verlenen zoals zij deed in *Stork*, *ABN AMRO* en *ASMI*. Deze verwachting ontleen ik uit de stelligheid waarmee de Hoge Raad zijn visie over de bestuursautonomie heeft uiteengezet en het belang van de rechtszekerheid heeft benadrukt, alsmede uit de *ASMI*-beschikking na cassatie en verwijzing.²⁸⁰

Daarmee zal het aandeelhoudersactivisme evenwel niet in de geschiedenisboekjes worden bijgeschreven. In de VS valt in 2012 en 2013 al een heropleving van offensief activisme te bespeuren. Aandeelhouders richten zich onder andere met enig succes op de grote reserves die ondernemingen de laatste jaren hebben opgebouwd en op de afbouw van *staggered boards* (nr. 185). In Europa heeft het activisme een meer defensief karakter en richten aandeelhouders hun pijlen vooral op ondernemingen die minder goed hebben gepresteerd (denk aan Imtech en KPN).

278. Ik ben geneigd aan te nemen dat HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 m.nt. Ma; *JOR* 2008, 11 m.nt. Doorman (*DSM*) met deze wetswijziging zijn betekenis niet heeft verloren. De Hoge Raad oordeelde daarin dat de Ondernemingskamer weliswaar onmiddellijke voorzieningen kan gelasten voordat zij over het enquêteverzoek heeft geoordeeld, maar dat de Ondernemingskamer van haar bevoegdheid terughoudend gebruik zal moeten maken. (Vgl. EK 2009–2010, 31 746, C, p. 7).

279. Armour & Cheffins 2009.

280. OK 14 april 2011, *JOR* 2011, 179 (*ASMI*), in cassatie overleidend gebleven (HR 30 maart 2012, *NJ* 2012, 423 m.nt. PvS (*ASMI II*)).

199 Herwaardering van de dialoog. Vanaf 2007 is de slinger niet alleen maar terugbewogen. Tegelijk is gezocht naar manieren om de kwalitatieve betrokkenheid van aandeelhouders te verbeteren. De spreiding en internationalisering van het aandelenbezit en het toegenomen stemmen op afstand vormen een belemmering voor de aandeelhoudersvergadering als forum waar besluiten als vrucht van onderling overleg tot stand komen.²⁸¹ Wil men het ideaal van vrucht van overleg niet geheel overboord zetten, dan impliceert dit een toenemend gewicht voor de dialoog buiten de vergadering.²⁸² Voor aandeelhouders biedt een dialoog een geschikt middel om invloed uit te oefenen, terwijl beurs-NV's de dialoog kunnen aangrijpen om conflicten te voorkomen of te de-escaleren. In de Code Frijns komen beide gedachten terug: niet alleen wordt, meer dan in de Code Tabaksblat, het belang van een bereidheid tot dialoog benadrukt, ook worden aandeelhouders gewezen op hun verantwoordelijkheid jegens de vennootschap ex art. 2:8 BW.²⁸³

Ook de wetgever heeft zijn steentje bijgedragen. Met de op 1 juli 2013 ingevoerde art. 49a–49e Wge is de infrastructuur gecreëerd die vennootschappen voorafgaand aan de AVA in staat stelt de identiteit te achterhalen van aandeelhouders met een belang van ten minste 0,5% van het geplaatste kapitaal en om met hen te communiceren. Anders dan de infrastructuur van het Communicatiekanaal Aandeelhouders, dat uitgaat van *opt-in*, kunnen beurs-NV's nu ook in contact komen met aandeelhouders die zich daartoe niet hebben aangemeld.

Valt de herwaardering van de dialoog in Nederland minstgenomen mede te begrijpen als pacificatie-strategie, vanuit het VK ontstond dezelfde beweging vanuit een gedeeltelijk andere achtergrond: in 2009 vergeleek Lord Myners, als minister verantwoordelijk voor de London City, aandeelhouders in de aanloop van de kredietcrisis met *absentee landlords*: aandeelhouders hadden volgens hem gefaald om de waardevernietiging van de kredietcrisis te voorkomen.²⁸⁴ Ook vanuit het perspectief van de *agency*-leer bestond kortom behoefte om de kwalitatieve betrokkenheid van aandeelhouders te verbeteren. De *Stewardship Code* (2010) was het gevolg.²⁸⁵ Het begrip *stewardship*, rentmeesterschap, wordt in deze code niet gedefinieerd en munt niet uit in duidelijkheid. Hoewel institutionele beleggers zich voornamelijk als rentmeesters dienen op te stellen jegens hun achterliggende beleggers, ziet *stewardship* in de code op de opstelling van beleggers in relatie tot hun portfolio-vennootschappen. De gedachte is dat het louter uitoefenen van een stem onvoldoende is om

281. Vgl. HR 15 juli 1968, *NJ* 1969, 101 m.nt. GJS (*Wijsmuller*).

282. Verdam 2004.

283. Zie Code Frijns, preambule, nr. 4 en 10, principe I en IV.4 en bijbehorende *best practice* bepalingen. Op grond van art. 5:86 Wft moet een in Nederland gevestigde institutionele belegger uitleg geven over de toepassing van de tot de belegger gerichte bepalingen uit de Code.

284. Financial Times 21 april 2009: 'Myners lashes out at landlord shareholders.'

285. Te raadplegen op www.frc.org.uk. Vgl. Frentrop 2013, 180 e.v.

agency-kosten te beperken; institutionele beleggers dienen daarom ook een duurzame en actieve betrokkenheid bij hun portfolio-vennootschappen te tonen. De code bevat daartoe zeven zeer algemeen geformuleerde beginselen.²⁸⁶

De Britse code is in 2011 gevolgd door *best practices*, opgesteld door Eumedion.²⁸⁷ Anders dan het Britse voorbeeld zijn de Eumedion *best practices* een zuiver voorbeeld van zelfregulering. De *best practices* leunen sterk op de Britse bepalingen en voegen enkele elementen toe.²⁸⁸ De *Stewardship Code* is in 2012 op enkele punten aangepast, maar opmerkelijk genoeg juist niet op de onderwerpen die in Eumedions *best practices* zijn terug te vinden.

De *Stewardship Code* is in de literatuur met enige scepsis ontvangen.²⁸⁹ De code en de monitoring zouden te vrijblijvend en te nationaal georiënteerd zijn, terwijl het aandelenbezit internationaliseert. Bovendien worden structurele problemen die de dialoog in de weg staan niet opgelost (nr. 200). Ik deel deze bezwaren die grotendeels ook gelden voor de Eumedion *best practices*.²⁹⁰ Met de vrijblijvende codes is niet de steen der wijzen gevonden. De kwaliteit van de verantwoording kan nog verbeteren, bijvoorbeeld door het introduceren van motiveringseisen bij afwijking van *best practices*. De algemene beginselen kunnen scherper worden geformuleerd en er vallen elementen aan de codes toe te voegen.²⁹¹ Daar komt bij dat de *Stewardship Code* uitgaat van het *agency*-paradigma en het primaat van het aandeelhoudersbelang, zodat deze code in zoverre niet goed aansluit op de Nederlandse opvattingen. Ik acht wenselijk dat algemene gezichtspunten die aan art. 2:8 BW vallen te ontleen in Eumedions

286. Beleggers die de code onderschrijven dienen op basis van het beginsel van *comply or explain* inzicht te geven in de naleving van de code. Beleggers dienen duidelijkheid te geven over hun stem- en *stewardship*-beleid, hun beleid bij tegenstrijdige belangen, alsmede over hun escalatie-beleid in geval van conflict. Voorts bepaalt de code dat beleggers hun portfolio-vennootschappen actief volgen (*monitor*), bereid zijn gezamenlijk op te trekken, en verantwoording afleggen over de naleving van de code.

287. Eumedion 2011.

288. Eumedion beveelt aan dat op aandelen een geïnformeerde stem wordt uitgebracht, dat een beleid voor ESG-onderwerpen (*environmental, social, governance*) wordt opgesteld en dat beleggers geen aandelen lenen voor enkel en alleen het uitoefenen van het stemrecht op deze aandelen.

289. Bijv. Cheffins 2010; Arsalidou 2012.

290. Vergeleken met de *Stewardship Code* zijn de Eumedion *best practices* (Eumedion 2011) nog vrijblijvender doordat het hier gaat om zelfregulering, terwijl uit het monitoring rapport 2012 (www.eumedion.nl) niet blijkt dat de monitoring door onafhankelijke, niet aan Eumedion gelieerde personen is verricht. Daar staat tegenover dat de *Stewardship Code* slechts geldt voor in Groot-Brittannië toegelaten vermogensbeheerders, terwijl de Eumedion *best practices* ook van toepassing zijn op buiten Nederland gevestigde leden van Eumedion.

291. Zo is de gedachte geopperd dat verschillende gradaties van betrokkenheid worden gedefinieerd en dat beleggers dienen aan te geven in welke mate zij (voor welk deel van hun portefeuille) een actieve rol nastreven (ISWP 2012, 6). Ook acht ik wenselijk een *best practice* bepaling dat institutionele beleggers hun afdelingen van vermogensbeheerders en ESG-specialisten beter integreren (nr. 200).

best practices worden opgenomen; dit kan juist bij buitenlandse beleggers bijdragen aan bewustwording van het feit dat zij als aandeelhouder van een NV deel uitmaken van een vennootschapsorde die op punten afwijkt van hetgeen in de Anglo-Amerikaanse cultuur gebruikelijk is.

De reden waarom ik per saldo toch positief ben over de opkomst van deze codes is dat zij een basis bieden voor verdere ontwikkeling van gedragsregels. Het valt niet te verwachten dat de rechten van aandeelhouders in de komende periode aanmerkelijk zullen worden gewijzigd. Winst valt vooral te behalen op het vlak van gedragsregels, de wijze waarop aandeelhouders gebruik maken van hun bestaande rechten en de uitwerking van de relatie tussen vennootschap en aandeelhouders; in § 10.3 zal ik daartoe enkele aanzetten doen.

Recente rapporten van denktanks en belangenorganisaties laten zien dat de gedragscodes inderdaad fungeren als katalysator in het denken over het gedrag van aandeelhouders.²⁹² Zij creëren een forum voor discussie over naleving en verdere normontwikkeling. Op de lange termijn zit daarin de meerwaarde, niet zozeer in de vrijblijvendheid van de huidige codes voor aandeelhoudersgedrag.

200 Belemmeringen. Uit het rapport 2012 van de Monitoring commissie *corporate governance* blijkt dat de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouders de laatste jaren inderdaad toeneemt.²⁹³ Ik verwacht dat deze ontwikkeling zal doorzetten, nu de NV sinds 1 juli 2013 in staat is de identiteit van haar (middel)grootaandeelhouders te achterhalen. Hoewel het daarmee voor vennootschappen eenvoudiger is in contact te komen met hun (eind)beleggers, laat dit onverlet dat de gegroeide keten van intermediairs waarlangs aandelen worden gehouden een dialoog niet bevorderen. Hierdoor worden coördinatieproblemen gecreëerd die dikwijls een dialoog bemoeilijken.²⁹⁴

Belangrijke groepen aandeelhouders hebben weinig behoefte aan een dialoog. Dat geldt bijvoorbeeld voor particuliere beleggers, zij het dat een belangenvereniging zoals de VEB wel degelijk getuigt van betrokken aandeelhouderschap. Andere passieve aandeelhouders zijn indexbeleggers. Deze concurreren voornamelijk op prijs (beheers- en transactiekosten). Hoewel doorgaans langetermijnbeleggers (immers, in een aandeel wordt belegd zo lang het deel uitmaakt van een index), stellen zij zich uit kostenoverwegingen vaak passief op.

Ook flitshandelaars (*high frequency traders*) zullen niet geïnteresseerd zijn in een dialoog. Flitshandel geschiedt door middel van vaak computergestuurde strategieën, erop gericht om via uiteenlopende arbitragetechnieken op de extreem korte termijn (zelfs binnen enkele microseconden) winst te behalen.

292. Zie bijv. House of Commons (BIS Committee) 2013, 36 e.v.; 67 e.v.; ISWP 2012; ICSA 2012; ISWP 2013.

293. Monitoring Rapport 2012, 39 e.v.; Bier e.a. 2012.

294. Kay 2012, 29 e.v., Monitoring rapport 2012, 44 e.v.; Bier e.a. 2012, 7 e.v.

In de regel sluiten flitshandelaren hun posities aan het einde van de dag, zodat zij zelden hun aandelen langer dan een dag aanhouden.

De belangrijkste belemmering voor een effectieve dialoog hangt samen met het beleggingsbeleid van veel institutionele beleggers.²⁹⁵ Uit oogpunt van risicospreiding zijn veel institutionele beleggers hun portefeuille extreem gaan diversifiëren tot soms duizenden afzonderlijke beleggingen.²⁹⁶ Op zichzelf is risicospreiding vanzelfsprekend van groot belang, maar het spreidingsbeleid kan ook doorslaan. De focus op risicospreiding op het niveau van de portefeuille gaat hierdoor vaak ten koste van de aandacht van individuele beleggingen. Het behoeft geen betoog dat coördinatieproblemen en *free rider*-gedrag hierdoor in de hand worden gewerkt en in de weg staan aan een dialoog.²⁹⁷ Daarbij valt te bedenken dat bij de diversificatie de wet van de verminderde meeropbrengst opgeld lijkt te doen: een aanzienlijke concentratie van de portefeuille lijkt mogelijk zonder onaanvaardbare verhoging van het risico.

Daar komt bij dat veel vermogensbeheerders van actief beheerde fondsen worden beloond aan de hand van een relatieve prestatie ten opzichte van een *benchmark*. Veel van deze fondsen brengen daarom vaak slechts accentverschillen aan ten opzichte van de *benchmark*. Aangezien *benchmarks* een gemiddelde van een bepaalde markt proberen te geven, zijn deze doorgaans samengesteld uit een groot aantal vennootschappen. Deze ontwikkeling bevordert de verdere spreiding van het aandelenbezit en bemoeilijkt betrokkenheid die uitstijgt boven het routinematig opvolgen van stemadviezen.²⁹⁸

Ter illustratie: het ABP, een pensioenfonds dat wereldwijd voorop loopt in het zoeken naar een dialoog met vennootschappen, heeft in 2012 101 gesprekken met vennootschappen gevoerd.²⁹⁹ Op zichzelf geen geringe prestatie, die evenwel verbleekt wanneer men in aanmerking neemt dat ABP in 2012 belegde in aandelen van ongeveer 3216 vennootschappen. Met bijna 97% van de ondernemingen waarin het belegt, is ABP in 2012 dus niet in gesprek getreden.

Een grote groep beleggers zal kortom weinig belang hebben om te investeren in een dialoog met vennootschappen die is gericht op waardecreatie op de lange termijn. Welke groepen aandeelhouders blijven over? In de eerste plaats aandeelhouders met een controlerend belang, voor zover zij niet reeds in de RvC (of in het bestuur) vertegenwoordigd zijn. Daarbij moet wel worden bedacht dat de belangen van deze aandeelhouders kunnen afwijken van die van andere langetermijnbeleggers (nr. 9). De dialoog tussen vennootschap en

295. Winter 2011a, 41 e.v. met verdere verwijzingen.

296. Winter 2011a, 43; FRC 2012, 27; Frentrop 2012, 43 e.v.; De Jongh 2009b.

297. Vgl. Arsalidou 2012.

298. Kay 2012; Winter 2011a.

299. Verslag verantwoord beleggen ABP 2012, 7; 15, 16 (www.abp.nl). Rekent men contact per telefoon, e-mail en brief mee, dan komt men op in totaal 351 contacten. Onduidelijk is met hoeveel ondernemingen is gecommuniceerd.

aandeelhouders zal het kortom vooral moeten hebben van externe beleggers met een substantieel minderheidspakket. Voor veel vennootschappen zal dat gaan om maar een beperkte groep aandeelhouders.

Daar komt bij dat de interne organisatie van veel institutionele beleggers een kwalitatief goede dialoog niet bevordert. In de praktijk hebben vermogensbeheerders – die de belangrijkste individuele beleggingsbeslissingen nemen – niet altijd kennis van het werk van hun collega's die zich bezig houden met onderwerpen betreffende verantwoord ondernemen en goed ondernemingsbestuur (in het Engelse jargon spreekt men van ESG: *environmental, social, governance*). De dialoog met vennootschappen verloopt in de praktijk vaak daardoor langs twee sporen: terwijl vermogensbeheerders tijdens *roadshows* en presentaties naar aanleiding van de resultaten spreken over de strategie en de (financiële) resultaten, concentreert de dialoog met ESG-specialisten zich rondom de AVA en de onderwerpen die daar worden besproken. De afstemming en communicatie tussen verschillende afdelingen schijnt niet altijd optimaal te verlopen.³⁰⁰ Soms zijn vennootschappen hieraan zelf mede debet, doordat zijzelf de dialoog met vermogensbeheerders laten verlopen via hun afdeling *investor relations*, terwijl vooral de vennootschapssecretaris contact heeft met ESG-specialisten.

201 De dialoog vanuit juridisch perspectief. Intussen doet de dialoog ook juridische vragen rijzen. In hoeverre staat het gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) in de weg een dialoog? Inmiddels wordt vrij algemeen aangenomen dat een bilaterale dialoog als zodanig niet behoeft te worden gehinderd door het gelijkheidsbeginsel.³⁰¹ Niettemin blijft de bilaterale dialoog niet van complicaties verschoond. Lastig blijft vooral de vraag welke informatie de vennootschap tijdens dergelijke onderonsjes mag verschaffen, zulks in het licht van het verbod op het verstrekken van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft).³⁰² Dit vergt telkens weer op het individuele geval toegesneden afwegingen welke informatie wél en welke niet koersgevoelig is.³⁰³

Mede gelet op het verbod op het verstrekken van koersgevoelige informatie is niet verwonderlijk dat aandeelhouders volgens de Hoge Raad geen individueel recht op informatie buiten de AVA hebben.³⁰⁴ De wet bepaalt slechts dat

300. Monitoring rapport 2012, 42; Bier e.a. 2012, 7 e.v., 12, 14; FRC 2012, 24; ISWP 2012, 3.

301. Raaijmakers 2012, 66–69.

302. Op grond van art. 5:25i lid 5 en 6 Wft geldt onder omstandigheden een uitzondering, bijvoorbeeld om (groot)aandeelhouders formeel te polsen over een bepaald voornemen. De NV moet volgens de AFM aannemelijk kunnen maken dat het redelijkerwijs noodzakelijk was om bepaalde (groot)aandeelhouders te polsen, bijvoorbeeld over een voorgenomen emissie of openbaar bod. De aandeelhouder is gehouden tot geheimhouding en mag niet handelen totdat de informatie bekend is gemaakt.

303. Zie nader Raaijmakers 2012, 67 met verdere verwijzingen, alsmede www.afm.nl.

304. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*), rov. 4.6. Hierover nader: Vletter-van Dort 2012 met verdere verwijzingen.

de vennootschapsleiding, behoudens zwaarwichtige redenen, alle verlangde inlichtingen moet verschaffen aan de *vergadering* (art. 2:107 lid 2 BW). Naar het oordeel van de Hoge Raad heeft daarom iedere aandeelhouder *ter vergadering* zelfstandig het recht heeft vragen te stellen, ongeacht of deze betrekking hebben op punten die op de agenda vermeld staan. Het individuele informatierecht ter vergadering houdt volgens de Hoge Raad verband met het inlichtingenrecht van de AVA als orgaan van de vennootschap met het oog op de vennootschappelijke rekening en verantwoording. Zo motiveert de Hoge Raad zijn oordeel dat aandeelhouders buiten de AVA geen individueel informatierecht hebben. Niet alleen worden zo complicaties in verband met koersgevoelige informatie vermeden, de Hoge Raad geeft het bestuur aldus veel controle over de informatiestroom en versterkt daarmee de bestuursautonomie.³⁰⁵

In het kader van de dialoog met aandeelhouders is voorts van belang dat de RvC niet verplicht is te bemiddelen in geval van conflict. De RvC is dienaangaande aan de aandeelhouders ook geen verantwoording verschuldigd, zo overweegt de Hoge Raad in *ASMI I*. De Hoge Raad motiveert zijn oordeel met een beroep op de beleidsvrijheid van de RvC: het is aan zijn eigen inzicht overgelaten om te bepalen of rechtstreekse bemiddeling aangewezen is en, zo voeg ik toe, hoe escalatie zo veel mogelijk kan worden voorkomen. Van dit oordeel gaat misschien een matigende werking uit wanneer aandeelhouders beseffen dat zij niet moeten rekenen op een ‘beroepsinstantie’ binnen de vennootschap.

Het is de vraag of anders moet worden geoordeeld in geval van een *one tier board*.³⁰⁶ In het VK, vertrouwd met de *one tier board*, zijn niet-uitvoerende bestuurders in de regel nauwer betrokken bij een dialoog met aandeelhouders dan Nederlandse commissarissen.³⁰⁷ Om twee redenen gaat een *verplichte*

305. Frankrijk kent een tussenoplossing: aandeelhouders kunnen vóór de AVA schriftelijke vragen stellen die tijdens de vergadering of op internet moeten worden beantwoord (art. L.225–108 CdC). Daarbij moet worden bedacht dat *ASMI I* zal zijn ingegeven om de wens van de Hoge Raad de kwetsbaarheid voor offensief activisme te verminderen. Franse vennootschappen kennen een geconcentreerder en nationaal aandelenbezit en zijn daardoor gemiddeld minder kwetsbaar voor dergelijk activisme.

306. Vgl. AG Timmerman in zijn conclusie voor *ASMI I* sub 3.5.9.

307. Vgl. de Engelse *Corporate Governance Code* waarin o.a. is bepaald: ‘*There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place. (...) Whilst recognising that most shareholder contact is with the chief executive and finance director, the chairman should ensure that all directors are made aware of their major shareholders’ issues and concerns. The board should keep in touch with shareholder opinion in whatever ways are most practical and efficient. (...) The chairman should ensure that the views of shareholders are communicated to the board as a whole. The chairman should discuss governance and strategy with major shareholders. Nonexecutive directors should be offered the opportunity to attend scheduled meetings with major shareholders and should expect to attend meetings if requested by major shareholders.*’ (www.frc.org.uk)

bemiddelende rol voor niet-uitvoerende bestuurders mij te ver. In de eerste plaats verschilt de positie van niet-uitvoerende bestuurders van die van commissarissen, doordat zij als bestuurder rechtstreeks *partij* zijn in een conflict: als bestuurder zijn zij immers medeverantwoordelijk voor het algemeen beleid, waaronder de strategie. Dit bemoeilijkt een *verplichte* bemiddelende rol. De commissarissen staan bovendien meer op afstand van het bestuur en zouden in zoverre beter dan niet-uitvoerende bestuurders gepositioneerd zijn te bemiddelen.

In de tweede plaats dient ook een Nederlandse *one tier board* zich te richten naar het vennootschapsbelang zoals dat onder het Nederlandse recht wordt begrepen. Hierbij past een sterke autonome positie voor het bestuur. Het Nederlandse recht verschilt in dit opzicht van het Engelse recht, dat meer gewicht toekent aan het aandeelhoudersbelang en aan rechtstreekse betrokkenheid van aandeelhouders. Een verplichte bemiddelende rol kan in de praktijk neerkomen op een inperking van de bestuursautonomie. Ik zie geen reden om de bestuursautonomie enger te interpreteren bij een *one tier board* dan bij een *two tier board*. Het bovenstaande laat vanzelfsprekend onverlet dat in een conflict tussen aandeelhouders en (uitvoerende) bestuurders een belangrijke taak is weggelegd voor zowel commissarissen als niet-uitvoerende bestuurders. Het is aan deze functionarissen om van geval tot geval te beoordelen of zij het vennootschapsbelang beter dienen door achter de schermen te opereren, dan wel rechtstreeks de dialoog aan te gaan met ontevreden aandeelhouders.

De dialoog tussen bestuurders en aandeelhouders wordt voorts beïnvloed door de regels die gelden voor *acting in concert*, gezamenlijk optrekkende aandeelhouders. Coördinatieproblemen kunnen worden beperkt wanneer aandeelhouders informatie uitwisselen, mede-aandeelhouders het woord laten voeren ter vergadering of een volmacht geven aan een koepelorganisatie als Eumedion. Ook de vennootschap kan hierbij gebaat zijn, wanneer ze zich kan richten tot één centrale gesprekspartner. Tegelijk bestaat het risico van markt-misbruik, wanneer aandeelhouders heimelijk gezamenlijk optrekken.

Daarom bevat art. 5:45 lid 5 Wft een bijzondere regeling voor gezamenlijk optrekkende aandeelhouders in verband met de melding van zeggenschap: een overeenkomst tussen aandeelhouders die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid brengt mee dat de aandeelhouder het belang van zijn contractspartij bij zijn eigen aandelen op te tellen voor wat betreft de melding van zeggenschap (art. 5:45 lid 5 Wft).³⁰⁸

Acting in concert speelt ook bij de vraag of een openbaar bod moet worden uitgebracht, alsmede bij samen optrekkende aandeelhouders die het slagen van een openbaar bod juist willen voorkomen. Problematisch is echter dat de Overnamerichtlijn een andere definitie hanteert dan de Transparantierichtlijn

308. Art. 5:45 lid 5 Wft implementeert art. 10 sub a van Transparantierichtlijn (2004/109/EG, *PbEU* L 390/38 van 31 december 2004, nadien gewijzigd).

die ten grondslag ligt aan art. 5:45 lid 5 Wft.³⁰⁹ Bovendien zijn beide definities, gelet op mogelijk misbruik, betrekkelijk open geformuleerd. Dit leidt in de praktijk tot onzekerheid over de reikwijdte van de *acting in concert*-bepalingen en belemmert aandeelhouders om samen te werken en de dialoog te zoeken.

Omgekeerd kan een melding op basis van art. 5:45 lid 5 Wft leiden tot een egelreactie aan de zijde van de vennootschap. En wanneer een melding niet is gedaan, zal overleg met een offensief activist niet worden bevorderd in de wetenschap dat kwaadwillenden de regeling in de praktijk kunnen omzeilen: werkt de activistische aandeelhouder misschien niet toch (op informele wijze) samen met andere aandeelhouders? De *acting in concert*-problematiek valt buiten het bestek van deze studie.³¹⁰ Ik volsta met de constatering dat de Europese en nationale regelgevers en de praktijk worstelen met de reikwijdte van de bepalingen. In haar *Action Plan* inzake *corporate governance* heeft de Europese Commissie aangekondigd in samenwerking met de Europese en nationale toezichthouders te werken aan een oplossing.³¹¹

Zo wordt de dialoog tussen aandeelhouders en de vennootschapsleiding belemmerd door de meest uiteenlopende factoren, van zowel praktische als juridische aard; zij beslaan het financiële en het vennootschapsrecht en hebben een nationaal en een grensoverschrijdend karakter. Veel oplossingen moeten daarom ook niet worden gezocht binnen het (nationale) vennootschapsrecht. Deze paragraaf heeft slechts getracht een globale schets van de problematiek te geven en sluit af met het positieve slotsom dat de dialoog, ondanks alle problemen, onmiskenbaar aan betekenis wint. Het valt te verwachten dat het *discours* zich de komende jaren vooral zal toespitsen op de vraag hoe de belemmeringen voor de dialoog uit de weg kunnen worden geruimd.

9.3 Conclusie

202 Een nieuw paradigma. Als gevolg van de open economie en de internationalisering van het aandelenbezit maakte Nederland vanaf het einde van de jaren '80 kennis met een nieuw vennootschapsrechtelijk paradigma: de *agency*-theorie. Deze nieuwe leer verdiepte het inzicht in de verschillende belangentegenstellingen binnen de vennootschap. Hoewel de theorie is gegrond op een visie van rechtspersoonlijkheid die haaks staat op het Nederlandse recht

309. Art. 1:1 Wft implementeert art. 2 lid 1 sub d van de Overnamerichtlijn en spreekt van een samenwerking op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een NV of, indien de samenwerking geschiedt met de doelvennootschap, het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap.

310. Over deze problematiek o.a. Rebers & Maatman 2008 met verdere verwijzingen.

311. Action Plan: European company law and corporate governance (COM(2012) 740/2), p. 11. Op 12 november 2013 heeft ESMA toelichting gegeven op *acting in concert* in overnamesituaties (www.esma.europa.eu; *press release* 2013/1645).

(nr. 177 en 188), kon dankzij een economische analyse van het belang van aandeelhouders een beter gefundeerde grondslag voor de zeggenschap van aandeelhouders worden ontwikkeld (nr. 178).

Het kon bovendien geen kwaad om de *stakeholder*-benadering die aan de oude structuurregeling ten grondslag lag opnieuw te overdenken. De structuurregeling was enerzijds gestoeld op de naoorlogse gemeenschapsidealen die al ten tijde van de invoering van de structuurregeling op hun retour waren. Anderzijds berustte de structuurregeling op een herverdelingsgedachte waaraan in de jaren '90 minder behoefte bestond.

De *agency*-leer bracht het vennootschapsrecht meer onder invloed van een rechtseconomische benadering die valt te plaatsen in een utilitaristische traditie. Zeker in een rechtsgebied dat zo nauw met ondernemen is verbonden kan een rechtseconomische invalshoek een nuttige rol spelen en in zoverre wist het *agency*-paradigma het vennootschapsrecht te verrijken met nieuwe inzichten.

Mits evenwel het rechtseconomische perspectief niet alleenzaligmakend wordt verklaard en ruimte laat voor andere benaderingen. Daar lag en ligt het probleem: de *agency*-leer bleek niet alleen een theorie, maar ook een ideologie. Een ideologie gebaseerd op discutabele veronderstellingen (§ 9.1.2), die niet-kwantificeerbare elementen zowel in de probleemanalyse als in de voorgestelde oplossingen negeerde of onderwaardeerde (§ 9.1.3; nr. 189), die uitging van een gespreid aandelenbezit en voor het overige was gebaseerd op een a-historische niet-context gebonden visie op het vennootschapsrecht. Een platonisch model, geschreven voor een wiskundige werkelijkheid dat ondanks enkele nuanceringen dogmatisch blijft vasthouden aan zijn veronderstellingen. Ter beperking van *agency*-kosten zijn vervolgens instrumenten ontwikkeld waarvan de effectiviteit valt te betwijfelen (de *market for corporate control*, nr. 183), waaraan schadelijke neveneffecten zijn verbonden (beloning in aandelen en opties, nr. 184), of die een efficiënte markt veronderstellen, de belangen van andere betrokkenen ontkennen en het belang van de bestuursautonomie onderschatten (pleidooien voor radicale uitbreiding van zeggenschap van aandeelhouders; nr. 185).

203 Naar een herstelde balans. § 9.2 pakt de rechtshistorische draad weer op en onderzoekt welke factoren hebben geleid tot een versterking van de zeggenschap van aandeelhouders in de jaren '90 en 2000. Halverwege de jaren '80 was de zeggenschapspositie van aandeelhouders zodanig uitgehold, dat behoefte bestond aan een correctie. Tegen deze achtergrond vallen de meeste wetswijzigingen rondom de millenniumwisseling positief te waarden. Hetzelfde geldt voor de Code Tabaksblat en de Code Frijns.

Wat was beoogd als een herstel van *checks and balances*, mondde uit in een snelle machtsverschuiving die interne verhoudingen tijdelijk uit hun evenwicht bracht. Een samenstel van factoren leidde ertoe dat offensieve activisten halverwege het eerste decennium van deze eeuw meer macht wisten te grijpen

dan was beoogd. Tot die factoren behoorden bijvoorbeeld de internationalisering en spreiding van het aandelenbezit. De nieuwe aandeelhouders hielden gemiddeld kleinere belangen en bezagen de vennootschapsverhoudingen vanuit het *agency*-paradigma. Ook onder bestuurders won het nieuwe paradigma aan aanhang. De vele nieuwe wetswijzigingen leidden bovendien tot onzekerheid over de reikwijdte van nieuwe wetsbepalingen en over de bevoegdheidsverdeling tussen organen over de strategie. Dat betrof vooral het agenderingsrecht. Agendering van de strategie door aandeelhouders bleek te kunnen leiden tot een onverwachte dynamiek waardoor offensieve activisten in staat bleken het initiatief naar zich toe te trekken. Onvoldoende was doordacht wat de consequenties zouden zijn indien aandeelhouders het agenderingsrecht zouden aangrijpen om *de facto* de zeggenschap over de strategie op te eisen. Tegelijk heeft deze constatering veel van wijsheid achteraf: vooraf viel moeilijk in te schatten hoe effectief het nieuwe activisme zou zijn. De kwetsbaarheid werd vergroot doordat de activisten in de Ondernemingskamer niet alleen een efficiënte, maar ook bereidwillige dienstmaagd vonden. De onzekerheid onder bestuurders werd hierdoor – achteraf gezien misschien ten onrechte – aangewakkerd.

Vanaf ongeveer 2007 ontstond een tegenbeweging. De Hoge Raad maakte duidelijk dat *Forumbank* nog steeds overeind staat en benadrukte dat de wetswijzigingen de bevoegdheidsverdeling tussen aandeelhouders en de vennootschapsleiding ten aanzien van de strategie niet hadden veranderd. De Code Frijns voerde de responstijd in en benadrukte de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers uit hoofde van art. 2:8 BW. De wetgever verhoogde de drempel voor het enquêterecht en het agenderingsrecht. Tevens werd duidelijk dat de voorzitter van de AVA een onderwerp niet in stemming zal brengen, wanneer de aandeelhoudersvergadering daarover niet bevoegd is. Belangrijker nog: de crisis tastte de slagkracht van aandeelhoudersactivisten aan, zodat de storm vooralsnog wat is geluwd.

Tegelijk heeft de dialoog buiten de AVA aan betekenis gewonnen. Meer nadruk op een dialoog kan enerzijds te agressief gedrag van aandeelhouders temperen; anderzijds vormt de dialoog voor aandeelhouders een effectiever middel om invloed uit te oefenen dan binnen de AVA. In het VK valt ook wel de gedachte te horen dat aandeelhouders niet in staat zijn gebleken zodanig toezicht op vennootschappen (banken) te houden, dat de kredietcrisis kon worden voorkomen. De gegroeide betekenis van de dialoog is daarom mede ingegeven vanuit de wens om de kwalitatieve betrokkenheid van aandeelhouders te verbeteren. De Code Frijns, de Britse *Stewardship Code* en Eumedions *best practices* geven uitdrukking aan de gegroeide betekenis van de dialoog. Tegelijk wordt de effectiviteit ervan door tal van factoren belemmerd. Veel factoren – waaronder de economische modellen die hebben geleid tot een extreme spreiding van het aandelenbezit – behoren niet tot het terrein

van het vennootschapsrecht, zodat oplossingen ten dele elders zullen moeten worden gezocht.

Zo is het einde van de vennootschapsgeschiedenis nog lang niet in zicht. Het volgende hoofdstuk verlaat het historisch perspectief en tracht enkele gezichtspunten aan te reiken voor de huidige discussie.

Hoofdstuk 10. Tussen *societas* en *universitas* in de moderne kapitaalmarkt

204 Inleiding: de *socii* en de *universitas*. In het vorige hoofdstuk stond de historische analyse nog voorop. Inmiddels is het heden bereikt. Hoewel daarmee het historisch perspectief is verlaten, draait ook dit hoofdstuk om de verhouding tussen *societas* en *universitas*, vanzelfsprekend in overdrachtelijke zin beschouwd: het spanningsveld dat kan ontstaan tussen enerzijds het instituut, de *universitas*, met een eigen belang dat valt te onderscheiden van verschillende deelbelangen, en anderzijds de individuele aandeelhouders, *socii*, met hun eigen, mogelijkwerwijs conflicterende belangen.

Dit hoofdstuk is opgebouwd als een drieluik. In het eerste luik (§ 10.1) zet ik mijn opvatting over het vennootschapsbelang uiteen. Ik tracht te ontkomen aan de verdelingsdiscussie over *stakeholder* en (*enlightened*) *shareholder value* (nr. 188 en 189) door het collectieve belang bij het duurzame succes van de onderneming op de voorgrond te plaatsen. Hierop dient het bestuur in de regel te zijn gericht. Verdelingsdiscussies dienen ook te worden geplaatst in de sleutel van het duurzame succes van de onderneming. Het vervolg van deze paragraaf onderzoekt de consequenties van die opvatting, de gevolgen voor de zeggenschap van aandeelhouders en de bestuursautonomie.

Vervolgens constateert het tweede luik (§ 10.2) dat de belangen van individuele aandeelhouders kunnen conflicteren met het streven naar het duurzame succes van de onderneming. Belangentegenstellingen groeien vooral wanneer individuele aandeelhouders snelle winst prefereren boven duurzame winst. Het tweede luik onderzoekt hoe kortetermijngedrag de kloof tussen de belangen van individuele aandeelhouders en van de vennootschap kan vergroten. Kan deze kloof zodanig worden verkleind dat de uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders het collectieve belang ten goede komt?

Het derde luik (§ 10.3) neemt een belangentegenstelling tussen individuele aandeelhouders en de vennootschap tot uitgangspunt. Uitgaande van een conflictsituatie tussen individuele aandeelhouders en de vennootschap, onderzoekt het derde luik hoe deze kloof valt te overbruggen. Vanuit eigentijds perspectief wordt zo een thema belicht dat in deze studie centraal staat: de verhouding van het individu tot het collectief. In de loop van de 20^e eeuw heeft het vennootschapsrecht meer aandacht gekregen voor gedragsregulering. Daarmee is ook de verhouding tussen individuele aandeelhouder en de vennootschap in toenemende mate geplaatst in de sleutel van de redelijkheid en billijkheid (nr. 151 en 155). Het derde luik betoogt dat de redelijkheid en

billijkheid, geconcretiseerd door het evenredigheidsbeginsel, behulpzaam kunnen zijn bij het overbruggen van de kloof tussen individuele aandeelhouders en de vennootschap.

10.1 Een duurzaam succesvolle onderneming

*What is to be done? How do we choose between possibilities?
What and how much must we sacrifice to what?
There is, it seems to me, no clear reply. But the collisions,
even if they cannot be avoided, can be softened.
Claims can be balanced, compromises can be reached:
in concrete situations not every claim is of equal force.
Priorities, never final and absolute, must be established.¹*

205 *Societas, universitas en het vennootschapsbelang.* In de zoektocht naar de ‘heilige graal van het Nederlandse ondernemingsrecht,’² het vennootschapsbelang, wordt een breed palet aan opvattingen ingenomen. Aan de ene zijde staat Blanco Fernández die het ongeclausuleerde aandeelhoudersbelang vooropstelt.³ Maeijer daarentegen definieert het vennootschapsbelang autonoom als het belang van de vennootschap bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel.⁴ Onder het vennootschapsbelang rekent hij ook het belang van de (continuïteit van de) aan de vennootschap verbonden onderneming. Het vennootschappelijk belang is volgens Maeijer echter geen absolute grootheid en geen doel op zichzelf: het verbleekt wanneer ieder uitzicht op rentabiliteit van de bijeengebrachte middelen komt te vervallen. Maeijer beschouwt het vennootschapsbelang als een eigen, zelfstandig belang van de vennootschap, dat bestaat naast de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen. Van der Grinten definieert het vennootschapsbelang als de resultante van de in concreto in acht te nemen deelbelangen (nr. 154 en 165).⁵

1. Berlin 1990 (2000), 14.

2. Assink 2010, 38.

3. Blanco Fernández 2009.

4. Asser/Maeijer 2-III (2000), nr. 293; zie voorts hierboven, nr. 154 en 165. Mendel 1989, wiens opvattingen dicht aanliggen tegen die van Maeijer spreekt van de holistische leer.

5. De resultante-leer wordt onder andere gedeeld door Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 395 en door Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 231. Ook Kemperink 2013, 14 lijkt dichter bij Van der Grinten dan bij Maeijer te staan. Hij definieert het vennootschapsbelang als ‘[h]et dienen van de belangen van al degenen die bij de vennootschap en de met haar verbonden onderneming betrokken zijn, zulks met inachtneming van de verwezenlijking van de continuïteit van de door de vennootschap gedreven onderneming.’

Hoe verhouden zich deze opvattingen tot hetgeen de wetgever en de Hoge Raad over het vennootschapsbelang hebben gesteld? In *ABN AMRO* en *ASMI I* overwoog de Hoge Raad ‘dat het bestuur het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.’⁶ De minister van justitie heeft in de toelichting op het wetsvoorstel voor de flex-BV over het vennootschapsbelang geschreven: ‘Bij kleine vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders zal het vennootschappelijk belang dichter liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een grote vennootschap met veel werknemers en maatschappelijke belangen.’⁷

De opvattingen van Blanco Fernández vallen m.i. lastig te verenigen met die van de wetgever en de Hoge Raad (vgl. ook art. 2:129 lid 5 en 2:239 lid 5 BW). Ook op inhoudelijke gronden kan ik zijn opvatting niet delen. Een vennootschap is m.i. meer dan alleen een instrument van aandeelhouders. Een kapitaalvennootschap beweegt zich in een omgeving met meer actoren dan slechts aandeelhouders. Zij beïnvloedt het wel en wee van tal van anderen, onder wie crediteuren en werknemers; keerzijde van de medaille is dat de belangen van andere betrokkenen dan aandeelhouders niet worden veronachtzaamd.⁸

Maeijers autonome invulling van het vennootschapsbelang en Van der Grintens resultante-leer zijn m.i. wel verenigbaar met de overwegingen van de Hoge Raad en met de woorden van de minister. Tegelijk zijn de autonome en de resultante-leer niet onbestreden gebleven. Als verantwoordingsnorm zou Maeijers autonome benadering weinig meer zijn dan een sacrale formule en doen denken aan een kameleon: welke kleur de norm in het concrete geval aanneemt zou worden bepaald door degene die de norm hanteert.⁹ De resultante-leer zou inhoudsloos zijn, omdat enige richting ten aanzien van de te verrichten belangenafweging ontbreekt.¹⁰

Is het dan wel mogelijk om binnen het raamwerk van de wetgever en de Hoge Raad meer helderheid te krijgen over de inhoud van het vennootschapsbelang en, in het verlengde ervan, de bestuurstaak? Bij een poging om het vennootschapsbelang in te vullen zal men moeten laveren tussen Scylla en Charibdis: om te voorkomen dat het begrip inhoudsloos wordt dient de invulling van het vennootschapsbelang richtinggevend te zijn, zowel als

6. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*); HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*).

7. Vgl. TK 2006–2007, 31 058, nr. 3, p. 3. Hierover ook Barneveld (in druk), hoofdstuk 17, § 4.2.

8. Vgl. voorts § 9.1.4 waarin andere argumenten zijn aangevoerd tegen het primaat van het aandeelhoudersbelang.

9. Honée 1996.

10. Vgl. Assink 2010, 39 en Assink I (in druk), hoofdstuk 5, § 51.

gedragsnorm als als toetsingsnorm; tegelijk dient het begrip voldoende open zijn om recht te doen aan de veelkleurige werkelijkheid.¹¹

Zo kan het ongeclausuleerde aandeelhoudersbelang het kompas bieden voor een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, maar een systeembank zal de belangen van de rekeninghouders en het algemeen belang bij financiële stabiliteit zwaar moeten laten wegen. Een lokaal gewortelde NV zal de plaatselijke belangen meer in aanmerking nemen dan een NV die weliswaar in Nederland genoteerd is, maar die hier wortels, vestigingen noch aandeelhouders heeft. Een concern dochter zal haar belang in de regel grotendeels laten bepalen door het belang van de holding, terwijl deze laatste haar belang in andere termen zal definiëren. In geval van (bijna-)faillissement verbleekt het belang van aandeelhouders en zullen de belangen van crediteuren aan gewicht winnen. Het vennootschapsbelang, en in het verlengde ervan, de bestuursopdracht, zullen verschillen van geval tot geval, afhankelijk van de aard van de vennootschap, de toestand waarin zij zich bevindt en de in het concrete geval betrokken belangen. Vallen er in een pluriforme wereld dan wel prioriteiten te stellen, en zo ja, op welke wijze?

In deze studie komen telkens twee oude rechtsvormen aan de orde, de *societas* en de *universitas*. De *societas* vormde het juridisch kader voor de verschillende personenvennootschappen; zij schiep een contractuele verhouding tussen de vennoten, die wordt gekenmerkt door een sterke nadruk op de belangen van deze individuele vennoten. Gezichtspunten die aan de *societas* vallen te ontleen hebben vooral hun waarde bewezen bij personenvennootschappen en kleine kapitaalvennootschappen met een overzichtelijke onderneming.

Het is anderzijds niet toevallig dat de contractuele leer werd verlaten ten gunste van de institutionele leer op het moment dat veel ondernemingen grote groei doormaakten. De groei van de onderneming gaat in de praktijk steeds gepaard met een toename van het aantal belanghebbenden, waardoor het lastig wordt om te sturen op een deelbelang of een resultante van deelbelangen. Bovendien krijgt de onderneming met haar groei steeds sterker een eigen karakter, terwijl de verschillende betrokkenen in de regel belang hebben bij het succes en de continuïteit van de gezamenlijke organisatie. De institutionele leer, met zijn nadruk op het collectieve belang dat deelbelangen overstijgt, is schatplichtig aan de *universitas*. Kan dit inzicht behulpzaam zijn bij de invulling van het vennootschapsbelang?

Wanneer enkele vennoten besluiten samen te werken in een VoF of CV zal het belang van de vennootschap min of meer samenvallen met de belangen van deze vennoten. De persoonlijke aansprakelijkheid van ten minste één vennoot moet waarborgen dat de belangen van derden voldoende worden gerespecteerd.

11. Vgl. Assink 2010, 41 en Assink I (in druk), hoofdstuk 5, § 51.

De *societas*, met haar bescherming van rechten en belangen van de afzonderlijke vennoten kan dan voorop staan; het archetype van de *universitas* zal zich hier nauwelijks doen gevoelen.

Wordt de onderneming ingebracht in een BV, dan verandert in zoverre weinig, dat nog steeds aan het belang van de vennoten, inmiddels aandeelhouders, groot gewicht toekomt.¹² De *societas*-gedachte, met haar gerichtheid op het aandeelhoudersbelang, is met de flex-BV zelfs versterkt, zoals bijvoorbeeld blijkt uit art. 2:239 lid 4 BW waarin de mogelijkheid tot specifieke instructies door de AVA is neergelegd. Toch treedt een belangrijke verandering op met de inbreng in een BV: de in beginsel uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders en bestuurders vergroot het risico dat de vennootschap kosten externaliseert, schade op derden afwentelt (nr. 182). Dit leidt ertoe dat het vennotenbelang geleidelijk wordt gekleurd door de belangen van andere betrokkenen, althans dat het bestuur onder omstandigheden gehouden zal zijn aan andere belangen dan het aandeelhoudersbelang prioriteit te verlenen. Ook dat komt naar voren in art. 2:239 lid 4 BW: het bestuur is gehouden de aanwijzingen van de AVA op te volgen, *tenzij* deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en haar onderneming.¹³ Meer in het algemeen bepaalt art. 2:239 lid 5 BW dat de bestuurders zich richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.¹⁴

Wanneer er *in concreto* maar weinig belanghebbenden zijn – de vennootschap kent maar weinig aandeelhouders en voert een kleine onderneming – dan zal het vennootschapsbelang grotendeels parallel lopen aan dat van de aandeelhouder(s), en zal het aandeelhoudersbelang slechts moeten wijken wanneer een bepaald deelbelang onevenredig dreigt te worden geraakt. Hetzelfde geldt voor een concerndochter wier belang in hoge mate wordt bepaald door het concernbelang, door het belang van haar (uiteindelijk) aandeelhouder.

Voor dergelijke vennootschappen kan de benadering van Van Ginneken en Timmerman een richtsnoer bieden.¹⁵ Zij hebben geprobeerd om de sterke kanten van de opvattingen van Maeijer en Van der Grinten te combineren. Enerzijds onderscheiden zij een autonoom belang van de vennootschap: het belang bij haar

12. Vgl. TK 2006–2007, 31 058, nr. 3, 3, eerder in dit nummer aangehaald.

13. Vgl. TK 2006–2007, 31 058, nr. 3, 90.

14. Ook de rechtspraak getuigt van een geleidelijke uitwaaiing van het belangenpalet, zelfs bij de eenpersoons-BV. In HR 25 juni 2010, *NJ* 2010, 373 (*BMA*) bijvoorbeeld onderstreepte de Hoge Raad de beperkte reikwijdte van de decharge, zulks met oog op de belangen van crediteuren in het faillissement: de decharge strekte zich niet uit tot frauduleuze onttrekkingen die door manipulatie van de boeken niet uit de jaarrekening kenbaar waren, ook indien de enig aandeelhouder en bestuurder hiervan kennis moet hebben gedragen. Een ander voorbeeld biedt HR 10 november 2006, *NJ* 2007, 561 m.nt. HJS (*Groenselect*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat besluiten niet door arbiters kunnen worden vernietigd, zulks mede gelet op het *erga omnes*-karakter van besluiten. Vgl. voorts HR 26 november 2010, *NJ* 2011, 55 m.nt. PvS (*Silver Lining*).

15. Van Ginneken & Timmerman 2011.

eigen bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel: het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Tegelijk erkennen zij dat dit niet valt te bereiken zonder de belangen van andere betrokkenen in aanmerking te nemen, hetgeen doet denken aan Van der Grinten.

Een gerichtheid op aandeelhouderswaarde op de lange termijn onder inachtneming van andere belangen valt bij dergelijke vennootschappen te rechtvaardigen door de verhoudingsgewijs grote belangen die voor de aandeelhouders op het spel staan en hun duurzame betrokkenheid bij de vennootschap. Daarbij valt overigens aan te tekenen dat aandeelhouders van een kleine BV hun eigen belang in veel gevallen zullen definiëren in termen van het succes van de door de BV gevoerde onderneming. Bij dergelijke vennootschappen zullen het vennootschapsbelang, het belang van de onderneming en het streven naar aandeelhouderswaarde op de lange termijn in de praktijk vaak grotendeels samenvallen.¹⁶ Doen zich conflicten tussen aandeelhouders voor, dan vormt het belang van de onderneming een nuttig gezichtspunt.¹⁷

Met de groei van de onderneming komen steeds meer belanghebbenden in het spel. De kans op belangenconflicten tussen aandeelhouders en bijvoorbeeld crediteuren of werknemers neemt toe. Naarmate het aantal aandeelhouders stijgt, groeit bovendien de kans op belangenconflicten tussen aandeelhouders onderling.¹⁸ De belangen van aandeelhouders kunnen sterker gaan contrasteren met die van de onderneming. Denk bijvoorbeeld aan een beurs-NV op wier aandelen een openbaar bod is uitgebracht.¹⁹ De belangen van aandeelhouders, ook van hen die zijn ingestapt met de intentie de aandelen lang vast te houden, kunnen dan conflicteren met de belangen van andere betrokkenen (nr. 183). Met de groei van de onderneming en/of het aantal aandeelhouders wordt het m.i. lastiger om het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn op de voorgrond te plaatsen.

De kritiek op Maeijers ‘kameleontische’ autonome leer valt m.i. te onderwerpen wanneer het autonoom te bepalen vennootschapsbelang meer wordt toegespitst op het *succes van de onderneming*.²⁰ Het overstijgende belang bij een succesvolle onderneming weerspiegelt het gegeven dat een onderneming méér is dan de som der delen: de toegevoegde waarde van de onderneming is juist gelegen in het feit dat verschillende productiefactoren tezamen een product fabriceren of een dienst verlenen waartoe elk van hen afzonderlijk niet in staat is. De economie als geheel heeft ook baat bij succesvolle ondernemingen.

16. Vgl. Assink 2010, 41 die ook voor ‘kleine BV’s, zoals de bakker om de hoek’ voorstelt om het belang van de onderneming tot richtsnoer te nemen.

17. Vgl. bijv. HR 25 juni 2010, *NJ* 2010, 370 (*e-Traction I*).

18. De Kluiver 2009, 19; Assink 2010, 40; Keay 2011.

19. De Jongh 2011b; aldus ook De Kluiver 2009; Assink 2010, 40 en Keay 2011, 72 e.v.

20. Asser/Maeijer 2-III (2000), nr. 293 rekent het belang van de (continuïteit van de) aan de vennootschap verbonden onderneming wel degelijk tot het vennootschapsbelang, maar stelt het ondernemingsbelang minder centraal dan ik. Vgl. ook Mendel 1989.

Wanneer het vennootschapsbelang wordt gericht op het succes van de onderneming is daarmee in de regel eveneens het algemeen belang gediend.

Nadruk op het ondernemingssucces kan bovendien de verschillende stromingen overbruggen. Ook Van der Grinten onderstreept bijvoorbeeld dat de vennootschap is gericht op uitoefening van economische activiteiten en dat de vennootschap in de regel een onderneming zal drijven.²¹ Het centraal stellen van het succes van de onderneming kan ook een gemeenschappelijke grondslag bieden in het (*enlightened*) *shareholder/stakeholder*-debat. Van Ginneken en Timmerman stellen immers niet alleen dat het beleid en de strategie moet zijn gericht op het creëren van langetermijn-aandeelhouderswaarde;²² Timmerman betoogt ook dat bestuurders het gezonde voortbestaan en het succes van de onderneming dienen te bevorderen.²³ Hij repliceert hier op De Kluiver volgens wie ‘juist een aantrekkelijkheid van het criterium van het “vennootschappelijk belang” is dat primair vanuit het perspectief van de *onderneming* en haar maatschappelijke rol en functie wordt geoordeeld.’²⁴

Ik meen kortom dat het vennootschapsbelang in beginsel samenvalt met het succes van de onderneming.²⁵ Bij vennootschappen met een groot aantal aandeelhouders of een grote onderneming volgt dit uit het gemeenschappelijke belang dat op de voorgrond treedt ten koste van de verschillende deelbelangen. Bij kleine vennootschappen staat het aandeelhoudersbelang nadrukkelijker voorop, maar de aandeelhouders zullen hun eigen belang in de regel goeddeels vereenzelvigen met het succes van de onderneming.

Tegelijk is een onderneming geen doel op zich: zij kan slechts voortbestaan, wanneer zij op de lange termijn voldoende rendabel is. Wanneer de vennootschap en onderneming daartoe niet in staat zijn, zal geleidelijk ook het belang van de onderneming verbleken.²⁶ Het langetermijnperspectief zal dan moeten wijken naar overleven op de korte termijn. Met het verbleken van het overstijgende belang, zullen de uiteenlopende deelbelangen aan relatief gewicht winnen. Dat geldt vooral voor het belang van crediteuren wier belangen in een (bijna-)faillissementssituatie immers bijzonder kwetsbaar zijn.

In een ‘normale’ situatie van een solvabele onderneming hebben alle betrokkenen in de regel juist groot belang bij continuïteit: een solvabele onderneming kan zelden zonder schade worden geliquideerd. Het belang van continuïteit, van het duurzame succes van de onderneming is een notie die ook de *universitas* typeert: de *universitas* voorzag juist in een behoefte aan instituties die langer bestaan dan zij die op enig moment bij haar zijn betrokken.

21. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.

22. Van Ginneken & Timmerman 2011.

23. Timmerman 2009b, 12.

24. De Kluiver 2009, 19.

25. Aldus ook Assink 2010, 40; Assink I (in druk), hoofdstuk 5, § 51; Mendel 1989; Verdam 2013.

26. Vgl. Assink 2010, 41 e.v.

Het bestuur dient zich m.i. ervan bewust te zijn dat alle betrokkenen, onder wie zichzelf, in beginsel ‘passanten’ zijn in een langer leven van vennootschap en onderneming. Het bestuur mag daarom in zijn afwegingen de temporele dimensie, het belang bij continuïteit niet veronachtzamen.²⁷ Ik herinner nog eens aan de woorden van Savigny, aangehaald aan het begin van deze studie:

‘Die lebendige Gegenwart hat ihre eigenthümlichen Ansprüche, und sie soll weder durch den Willen der Vergangenheit unbedingt gebunden, noch dem Interesse der Zukunft geopfert werden. Aber sie soll ihre vorübergehende Herrschaft über dauernde Güter und Zwecke mit Weisheit und Mäßigung ausüben, nicht aus Beschränktheit und Selbstsucht den nachfolgenden Geschlechtern die Mittel eines erfreulichen Zustandes entziehen.’

Van een duurzaam succesvolle onderneming zal sprake zijn, wanneer alle betrokkenen gezamenlijk het totale ondernemingsvermogen op bestendige wijze rendabel weten aan te wenden. Het succes van de onderneming op de lange termijn zal kortom afhangen van haar vermogen om bij het fabriceren van goederen of het leveren van diensten op bestendige wijze waarde te creëren. Het belang van de vennootschap valt daarom in de regel te omschrijven als *het belang van de onderneming bij bestendige of duurzame waardecreatie*.

Het streven naar duurzame waardecreatie, naar een goedlopende en goed renderende onderneming belichaamt het overstijgende belang van degenen die bij vennootschap en onderneming zijn betrokken, zo betogen ook Assink en Verdam.²⁸ Meer dan een nadruk op langetermijn-waardecreatie ten behoeve van de aandeelhouders brengt een gerichtheid op het duurzame succes van de onderneming tot uitdrukking dat de onderneming afhankelijk is van de inbreng van alle betrokkenen, aandeelhouders, werknemers, verschafters van vreemd vermogen en toeleveranciers. De waardecreatie door de onderneming geschiedt doordat alle betrokkenen in de onderneming schaarse middelen omzetten in goederen of diensten die door anderen worden afgenomen.²⁹ Zoals een onderneming meer is dan de som van de afzonderlijke productiefactoren, zo is het belang van de onderneming meer dan de resultante van de afzonderlijke

27. Vgl. Elster 2009, 8 e.v.

28. Vgl. Assink 2010, 40: [B]ij de op continuïteit gerichte ondernemende vennootschap bestaat het overstijgende belang uit het bevorderen van gezonde groei van de onderneming over de lange termijn, van waardecreatie in brede zin.’ Voorts Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 1 en hoofdstuk 5, § 51. Verdam 2013, 98–99: ‘Het gaat bij het vennootschappelijk belang allereerst om de ondernemende vennootschap als goedlopende en goed renderende onderneming.’ Voorts Keay 2011, 198 die stelt dat ‘*directors should seek to maximise the total wealth-creating potential of the company, so they should do that which value maximises the corporate entity, with the result that the net present value to the company as a whole is enhanced, and so is its strategic importance.*’

29. SER 2008, 23–24, aangehaald door Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 1.

deelbelangen. Doordat de verschillende productiefactoren in een samenwerkingsverband van de onderneming meer waarde kunnen creëren dan ieder van hen afzonderlijk, valt hun gezamenlijke belang ook te definiëren als het belang bij duurzame waardecreatie.³⁰ Niet onder alle omstandigheden komt het streven naar duurzame waardecreatie overigens neer op groei. De groei-ambities van sommige ondernemingen zijn beperkt, terwijl onder omstandigheden het belang van de onderneming op de lange termijn juist kan zijn gediend bij krimp. Een voorbeeld biedt bijvoorbeeld KPN dat verkoos om haar Duitse dochter E-Plus te vervreemden.

Weliswaar zullen uit de definiëring van het vennootschapsbelang als het belang bij een succesvolle onderneming op basis van duurzame waardecreatie dikwijls geen concrete beleidskeuzes volgen, maar vergeleken met de resultante-benadering en Maeijers invulling van de autonome opvatting wordt wel meer houvast geboden. Sturing op aandeelhouderswaarde op de lange termijn biedt misschien in zoverre richting, dat het bepaalde alternatieven verwerpt, maar kampt met het probleem dat ook langetermijnaandeelhouders hun eigen belang in verschillende termen definiëren. Duurzame waardecreatie stelt het waardescheppende vermogen van de onderneming als *going concern* op de lange termijn centraal en biedt daardoor richting.³¹

De nadruk op een overstijgend belang impliceert niet dat aan de belangen van de afzonderlijke betrokkenen geen betekenis meer toekomt. In beginsel echter zullen de afzonderlijke deelbelangen echter opgaan in het overstijgende belang. Op goede gronden betoogt Verdam daarom dat het belang van de aandeelhouders in beginsel *via* de vennootschap verloopt;³² m.i. geldt dit ook voor andere betrokkenen bij vennootschap en onderneming.

30. Een nuttige indicator is in dit verband de rentabiliteit op het totale vermogen (*return on assets* of ROA), gelijk aan de netto-winst gedeeld door het totale (gemiddelde) vermogen in een bepaald jaar. De ROA geeft inzicht in het waardecreërende vermogen van de gehele onderneming en zegt daarom meer over de gezamenlijk gecreëerde waarde dan de rentabiliteit op het eigen vermogen (*return on investment* of ROI), een indicator die informatie geeft over de waarde die *ten behoeve van aandeelhouders* is gecreëerd. In nr. 182 is immers geïllustreerd dat, naarmate een vennootschap met meer vreemd vermogen is gefinancierd, de kans groeit dat een risicovol project weliswaar aantrekkelijk is vanuit het perspectief van de aandeelhouders, maar dat het project onaantrekkelijk is indien men de belangen van *alle* vermogensverschaffers in aanmerking neemt. Bij de ROA als indicator van het waardecreërende vermogen van de onderneming moet wel worden bedacht dat niet alle sectoren even kapitaalsintensief zijn, zodat de ROA slechts een zinvol vergelijkingscijfer voor de desbetreffende sector geeft. De ROA zegt bovendien niets over het *duurzame* succes van de onderneming; daar komt bij dat een vennootschap die haar aandeelhouders verwaarloost (en een lage ROI levert) op den duur te maken krijgen met hogere kapitaalskosten die de slagkracht van de gehele onderneming kunnen aantasten.

31. Keay 2011, 217 e.v.

32. Verdam 2013, 100: 'Het gaat om het belang van de aandeelhouder in zijn hoedanigheid van houder van een (aan)deel in de vennootschap/onderneming. Het lange termijnkarakter brengt mijns inziens mee dat het vooral gaat om de aandeelhouder als 'deelnemer' in de onderliggende

Toch kan het streven naar een duurzaam succesvolle onderneming in een concrete situatie botsen met de belangen van bepaalde betrokkenen; denk bijvoorbeeld aan de verplaatsing van een fabriek. Naar ik meen prevaleert bij een botsing tussen het collectieve belang en een deelbelang in beginsel het collectieve belang, tenzij een deelbelang *onevenredig* wordt geraakt. De afweging tussen het collectieve belang en een deelbelang geschiedt dus aan de hand van het evenredigheidsbeginsel (nr. 207).³³ Maar zelfs indien de werknemers van een te sluiten vestiging zwaar worden getroffen, kan het belang van de onderneming de doorslag geven. Alsdan brengt een afweging aan de hand van het evenredigheidsbeginsel mee dat de belangen van de getroffen werknemers zo veel mogelijk in acht worden genomen, bijvoorbeeld in de vorm van een goed sociaal plan en begeleiding naar ander werk.

Er kunnen ook spanningen ontstaan tussen het vennootschapsbelang en dat van aandeelhouders, zelfs met dat van langetermijnaandeelhouders. Bijvoorbeeld wanneer een openbaar bod is uitgebracht. Vanuit het perspectief van het duurzame succes van de onderneming dient het bestuur van de doelvennootschap zich niet in de eerste plaats te richten op een zo hoog mogelijke overnameprijs. Het overstijgende belang bij het duurzame succes van de onderneming impliceert m.i. dat het bestuur van de doelvennootschap het kortetermijnperspectief dat snel de overhand kan krijgen zo veel mogelijk probeert terug te dringen. Het bestuur dient zich vooral te richten op de vraag of de onderneming is gebaat bij een overname, of de overname op de *lange termijn* waarde kan creëren. Slechts binnen dat kader mag het bestuur van de doelvennootschap m.i. een hoge overnamepremie nastreven.³⁴ Op dezelfde

vennootschap/onderneming en niet zozeer als houder van het aandeel als zelfstandig waarde-object waarbij men niet zozeer rendement probeert te halen uit de verbonden onderneming, maar eerder uit de handel in het aandeel op zich. Het belang van de vennootschap wordt aldus niet gelijkgesteld aan dat van de aandeelhouders, maar eerder omgekeerd.'

33. Vgl. Assink 2007, 586 e.v.; Van Ginneken & Timmerman 2011; Verdam 2013, 100.

34. Kemperink 2013, 18 e.v. redeneert andersom: pas wanneer er naar het oordeel van de RvC een reële controlepremie wordt geboden, zal volgens hem de RvC het bod vanuit het gezichtspunt van de overige belanghebbenden moeten beoordelen.

gedachte berusten de niet dwingende implementatie van de Overnamerichtlijn in art. 2:359b BW, *ABN AMRO*³⁵ en het voorgestelde art. 2:135 lid 7 BW.³⁶

Wanneer een overname, ongeacht de overnameprijs, ten koste dreigt te gaan van het langetermijnsucces van de onderneming, behoort het bestuur m.i. het succes van de onderneming te laten prevaleren en dienovereenkomstig te handelen.³⁷ Is het bestuur van opvatting dat de overname (op de lange termijn) de continuïteit van de onderneming bedreigt, dan zal het zich daartegen in beginsel mogen weren.³⁸

Typerend voor zowel de (*enlightened*) *shareholder value*- als de resultante-benadering is dat beide zich concentreren op verdelingsvragen. Zij verschillen niet zozeer in de vraag als wel in het antwoord. Verdelingsvragen bestaan slechts wanneer er iets te verdelen valt. Deze voorafgaande vraag, hoe een onderneming waarde kan creëren wordt in beide perspectieven minder op de voorgrond gesteld.

Wanneer men het duurzame succes van de onderneming tot kompas neemt, dan kan daarmee ook een richtsnoer worden gevonden voor de oplossing van verdelingsvraagstukken. Dat betekent niet dat alle winst altijd moet worden gereserveerd of geherinvesteerd; wel dat de vraag of en in welke mate winst wordt geherinvesteerd, uitgekeerd aan aandeelhouders, of ten goede komt aan werknemers eveneens afhangt van de vraag hoe het duurzame succes van de onderneming het beste kan worden bevorderd. Heeft de vennootschap veel profijt van een bestendig dividendbeleid, dan kan dat ertoe leiden dat de vennootschap aan voortzetting van dit beleid de voorrang geeft, ook wanneer

35. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), rov. 4.5. In rov. 4.6 overweegt de Hoge Raad nog dat het bestuur *onder omstandigheden* gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en zich dient te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van desbetreffende bidders *onevenredig* kunnen schaden. De reikwijdte van deze overweging lijkt beperkt, wellicht slechts tot het geval waarin de vennootschap toepassing heeft gegeven aan art. 2:359b BW. In geschillen tussen beurs-NV's en haar aandeelhouders hecht de Hoge Raad blijkens *ABN AMRO* en HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 56 m.nt. Nieuwe Weme (*HGB*) sterk aan de rechtszekerheid met betrekking tot de bevoegdheidsverdeling en taakafbakening van de vennootschapsorganen. Het ligt daarom niet in de rede dat de Hoge Raad aan 'onder omstandigheden' een brede reikwijdte heeft willen geven. Voorts beperkt de Hoge Raad met deze overweging de bevoegdheid van het bestuur slechts voor zover potentiële bidders *onevenredig* worden geraakt.

36. Hierop berust ook mijn suggestie (in nr. 184) om te onderzoeken of de positie van de aandeelhouders van de bidder in het overnameproces kan worden versterkt: deze aandeelhouders zijn bij uitstek gebaat bij het langetermijnsucces van de overname.

37. Ik zie in beginsel slechts ruimte voor een andere opvatting, indien de vennootschap ervoor heeft gekozen om zich onder toepassing van art. 2:359b BW niet te willen beschermen tegen een eventuele overname. Vgl. AG Timmerman in zijn conclusie voor HR 12 juli 2013, *RvdW* 2013, 933 (*VEB c.s./KLM*), sub 3.2, alsmede Assink 2010, 44 e.v.

38. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

bepaalde investeringen hierdoor misschien een jaar moeten wachten. Anderzijds is het ook mogelijk dat in een krappe arbeidsmarkt aan de beloning van werknemers prioriteit wordt gegeven. M.i. dient het bestuur zich bij verdeelvragen telkens af te vragen waarmee het duurzame succes van de onderneming is gediend. Dit kan ertoe leiden dat sommige belanghebbenden tijdelijk moeten inschikken. Op de lange termijn zullen alle betrokkenen bij een dergelijk beleid echter het meeste baat hebben. Zo krijgt ook aandeelhouderswaarde de plaats die haar toekomt: de resultante van een succesvol ondernemingsbeleid, geen doel op zich.³⁹

Door de gebruikelijke *framing* van het internationale debat in termen van *shareholder* en *stakeholder value* zou men bijna vergeten dat de bestuursopdracht volgens *corporate governance*-codes in ons omringende landen convergeert naar de hier verdedigde opvatting. Zo schrijft de Oostenrijkse *Corporate Governance Kodex* (2012) in haar preambule:

‘Der Kodex verfolgt das Ziel einer verantwortlichen, auf nachhaltige und langfristige Wertschaffung ausgerichteten Leitung und Kontrolle von Gesellschaften und Konzernen. Mit dieser Zielsetzung ist den Interessen aller, deren Wohlergehen mit dem Erfolg des Unternehmens verbunden ist, am besten gedient.’⁴⁰

De Belgische code (2009): ‘De belangrijkste doelstelling van de Code bestaat in het bevorderen van waardecreatie op lange termijn.’ De preambule van de Duitse *Corporate Governance Kodex* (2013) vermeldt:

‘Der Kodex verdeutlicht die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen (Unternehmensinteresse).’

De bestuursopdracht wordt volgens de Duitse code als volgt geformuleerd:

‘Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung.’

Ook de *corporate governance*-codes van Zweden, Noorwegen en Denemarken bevatten vergelijkbare bewoordingen, gericht op het bevorderen van duurzame

39. Vgl. Mayer 2013, 167 die benadrukt dat juist de VS en het VK wereldwijd de uitzondering op de regel zijn door niet het belang van de onderneming voorop te stellen.

40. Te raadplegen op www.ecgi.org, evenals de andere hieronder aangehaalde codes.

waardecreatie door de gehele onderneming, en niet voornamelijk ten behoeve van aandeelhouders.⁴¹ In het VK heeft Keay een vergelijkbare theorie uiteengezet onder de noemer *entity maximisation and sustainability model*.⁴² In een pluralistisch vennootschapsrecht is het wel degelijk mogelijk om een raamwerk voor beleidsafwegingen te creëren dat tegelijk een kader biedt voor verantwoording achteraf, met houvast en flexibiliteit.

206 Externe kosten. Dit nummer bouwt niet alleen voort op het vorige, maar ook op nr. 182 dat handelde over externe kosten, kosten die optreden wanneer het handelen van de vennootschap gevolgen heeft voor derden die daarmee niet hebben ingestemd of daarvoor niet (afdoende) worden gecompenseerd.⁴³ In nr. 182 werd beargumenteerd dat de problematiek van externe kosten samenhangt met de uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders en het voorrecht van exclusieve aansprakelijkheid van de vennootschap.⁴⁴ Daar bleek dat de *agency*-theorie veronderstelt dat de problematiek van externe kosten op adequate wijze door publiekrechtelijke regels wordt geredresseerd, bijvoorbeeld door veiligheidseisen, milieuvoorschriften en kapitaalvereisten.⁴⁵ Aan de hand van voorbeelden, uiteenlopend van de *Probo Koala* tot de kredietcrisis, werd betoogd dat deze veronderstelling betrekkelijk optimistisch is. Publiekrechtelijke regelgeving ter beperking van externe kosten is vaak onvoldoende effectief. Doordat de werkelijkheid ingewikkelder is dan deze veronderstelling van de *agency*-theorie, vallen ook kanttekeningen te plaatsen bij de claim dat sturing op aandeelhouderswaarde maatschappelijke welvaart maximaliseert.

Hieruit volgt echter niet dat de problematiek van externe kosten in een pluralistisch vennootschapsrecht niet speelt; wel komt deze problematiek in een pluralistisch vennootschapsrecht minder geprononceerd naar voren, omdat van de vennootschapsleiding wordt verwacht met meer dan alleen het aandeelhoudersbelang rekening te houden. Als gevolg van de uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders speelt het probleem ook in een pluralistisch vennootschapsrecht, zij het in mindere mate.

41. Deze codes zijn eveneens te raadplegen op www.ecgi.org. De Code Frijns berust weliswaar op het uitgangspunt dat de vennootschap een langetermijn-samenwerkingsverband is, gericht op de continuïteit van de onderneming en waarbij de belangen van alle betrokkenen moeten worden afgewogen; maar de Code Frijns lijkt toch een voorzichtig primaat bij het aandeelhoudersbelang op de lange termijn te leggen. Mijn sympathie ligt eerder bij de in de hoofdttekst aangehaalde codes.

42. Keay 2011. Zelfs Jensens *enlightened stakeholder value* beweegt zich in deze richting (Jensen 2001). Overigens maakt Keay 2011, 178 e.v. geen onderscheid maakt tussen vennootschap en onderneming.

43. Barneveld (in druk), hoofdstuk 3, par. 2.2.

44. Vgl. Huizink 2011, 4.

45. Vgl. Jensen 2001; Robé 2011, 47 e.v.

Wanneer men (i) accepteert dat het vennootschapsrecht maatschappelijke welvaart beoogt te bevorderen, (ii) in aanmerking neemt dat de jegens derden uitgesloten aansprakelijkheid van aandeelhouders een prikkel kan bevatten tot het externaliseren van kosten, terwijl (iii) andere reguleringsstrategieën ter beperking van externe kosten niet altijd effectief zijn, dan kan ook een pluralistisch vennootschapsrecht niet doof blijven voor het probleem van externe kosten.⁴⁶

Het huidige recht biedt al tal van instrumenten die het risico op externaliteiten beperken. Denk bijvoorbeeld aan kapitaalbeschermingsbepalingen.⁴⁷ In een (bijna-)faillissementssituatie dienen bestuurders zich de belangen van (potentiële) crediteuren aan te trekken om te voorkomen dat de rechtspersoonlijkheid van de BV of NV en de in beginsel uitgesloten externe aansprakelijkheid van bestuurders wordt misbruikt om kosten te externaliseren. Bij ernstig verwijtbaar handelen kunnen bestuurders persoonlijk jegens derden aansprakelijk zijn, bijvoorbeeld wanneer schuldeisers van de vennootschap door het onbetaald en onverhaalbaar blijven van hun vorderingen worden benadeeld.⁴⁸ Ik verwijs naar Barneveld die uitvoerig ingaat op de problematiek van externaliteiten in verband met vermogensonttrekkingen door aandeelhouders in besloten verhoudingen.⁴⁹

De problematiek is evenwel niet beperkt tot verwijtbare onderfinanciering. In nr. 182 bleek dat de beperkte aansprakelijkheid ook een prikkel kan vormen tot overmatig risicovol gedrag. Uit de aldaar aangestipte ‘tragedie van de meent’ volgt dat het voor ondernemingen aantrekkelijk kan zijn publieke goederen te exploiteren of bijvoorbeeld fabrieken te verplaatsen naar landen waar regels op milieugebied nauwelijks gelden of worden nageleefd. We betreden het terrein van maatschappelijk verantwoord ondernemen.⁵⁰

Ik zou menen dat, wanneer men met het vennootschapsrecht mede beoogt om maatschappelijke welvaart te bevorderen, van het bestuur in beginsel mag worden verwacht dat het de risico’s op externaliteiten in zijn afwegingen betreft. Deze opvatting heeft, zoals hierna zal blijken, gevolgen voor de

46. Vgl. Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 2 over de maatschappelijke inbedding van het ondernemerschap.

47. Vgl. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme IIa (2013), nr. 18 en 107 e.v.

48. HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 m.nt. Ma (*Beklamel*); HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*); HR 26 juni 2009, *NJ* 2009, 418 m.nt. PvS (*Eurocommerce*).

49. Barneveld (in druk). In dit verband is vooral OK 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 m.nt. Stevens (*PCM*) relevant. De gekozen financieringsconstructie in het kader van de overname van PCM door APAX (een *leveraged buyout* die gepaard ging met een verslechterde balans) was voordelig voor de nieuwe aandeelhouder, maar tastte de slagkracht van de onderneming zodanig aan dat de vastgestelde strategie onvoldoende kon worden uitgevoerd. Het management, zelf beloond in aandelen, liet toe dat APAX een externaliteit op de vennootschap oplegde, en wel in een mate dat de Ondernemingskamer wanbeleid vaststelde. APAX zelf was naar het oordeel van de Ondernemingskamer een stap te ver gegaan.

50. Hierover o.a. Lambooy 2010; Eijsbouts 2010; Eijsbouts e.a. 2010.

verhouding tussen bestuur en aandeelhouders. Eerst echter een grondslag voor deze opvatting.⁵¹

Deze kan onder andere worden gevonden in Principe II.1 van de Code Frijns waarin wordt bepaald dat tot de bestuurstaak behoort de strategie met het bijbehorende risicoprofiel en de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen.⁵² In Principe III.1 en *best practice* III.1.6(g) zijn vergelijkbare bepalingen opgenomen voor de RvC. De Monitoring Commissie heeft in dit verband als haar mening te kennen gegeven dat maatschappelijk verantwoord ondernemen integraal deel moet uitmaken van de strategie van een onderneming.⁵³ Tot de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen behoren de (risico's op) externe kosten die met het ondernemen gepaard gaan. Art. 2:141 lid 2 BW schept bovendien een wettelijke basis voor de verplichting van het bestuur om een deugdelijk risicobeleid op te stellen en uit te voeren. Hierdoor kunnen niet alleen risico's voor de vennootschap worden beperkt, maar ook risico's voor derden.⁵⁴ Ik acht ook van betekenis dat Eumedion als *best practice* beschouwt dat haar leden het milieu- en sociaal beleid van de vennootschap betrekken bij hun beleid inzake de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten.⁵⁵

Wanneer het bestuur risico's op externaliteiten in zijn afweging betreft, kan dit er bijvoorbeeld toe leiden dat een vennootschap voldoet aan strengere milieunormen dan wettelijk verplicht; ook indien de hiermee gepaard gaande kosten hoger zijn dan de ingeschatte baten (bijvoorbeeld als gevolg van een goede naam op milieugebied).

Vanzelfsprekend hoeft een afweging niet in deze zin uit te vallen. Naast de kans en de grootte van de verwachte schade kunnen relevant zijn de markt waarin de vennootschap opereert, in hoeverre naar maatschappelijke opvattingen de externe kosten aanvaardbaar zijn, in hoeverre reeds sprake is van regulering langs andere weg, alsmede de vraag of de externe kosten eenvoudig kunnen worden beperkt en of alternatieven beschikbaar zijn. Ook kan meewegen de kans dat een vennootschap die afziet van een bepaald project in verband met externe kosten, zal worden benadeeld wanneer vervolgens een concurrent in het gat springt. De afweging kan er dus heel wel ertoe leiden dat een risico op externe kosten voor lief wordt genomen. Niettemin meen ik dat

51. Vgl. Lambooy 2010, 126 e.v.; 134 e.v.; Eijsbouts 2010, 66 e.v.

52. Blijkens HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*) vormt de Code Frijns een uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging welke mede inhoud geeft aan art. 2:8 en art. 2:9 BW. In internationaal verband valt bijvoorbeeld te denken aan de *OECD Guidelines for Multinational Enterprises* (www.oecd.org).

53. Monitoring Rapport 2012, p. 12 (www.mccg.nl).

54. Hierover uitvoerig Strik 2009.

55. Eumedion 2011, *best practice* 9.

ook dan in beginsel van het bestuur mag worden verwacht dat het zich inspant om externe kosten zo veel mogelijk te beperken.

Onder normale omstandigheden gaat het n.m.m. hier om een gedragsnorm voor het bestuur om (risico's op) externe kosten in zijn afwegingen te betrekken en waar redelijkerwijs mogelijk te beperken. De weging van de verschillende belangen zal in de regel vallen binnen de beleidsvrijheid die in beginsel aan het bestuur is voorbehouden. Dat betekent echter niet dat deze gedragsnorm geheel aan de toetsing door de rechter is onttrokken. Denk bijvoorbeeld aan benadeling van crediteuren terzake waarvan een bestuurder een ernstig verwijt treft. Ook buiten de context van bestuurdersaansprakelijkheid kan de schending van een gedragsnorm van een bestuurder om de (risico's op) externe kosten in zijn afweging te betrekken een rol spelen. *Fortis* vormt een duidelijk voorbeeld. In haar beschikking waarin wanbeleid werd vastgesteld overwoog de Ondernemingskamer:⁵⁶

'4.4 (...) Door de omvang van haar activiteiten was Fortis diep geworteld in het financieel en economisch verkeer van Nederland en vervulde zij daarin een nutsfunctie. Men noemt een dergelijke bank (thans) ook wel systeembank. De mogelijkheid dat een dergelijke bank onder bepaalde omstandigheden haar rol niet naar behoren kan vervullen, respectievelijk de (dreigende) ondergang van een dergelijke bank, houdt het risico in dat zeer ernstige schade wordt toegebracht aan het financiële systeem en de reële economie (...). Dit betekent dat het bestuur van Fortis bij zijn beleidsafwegingen en besluitvorming – uiteraard zonder de eerder genoemde bij Fortis betrokken belangen uit het oog te verliezen – ook het algemeen maatschappelijk belang dat gemoeid is met Fortis' instandhouding diende te betrekken. Dat gold te meer toen Fortis participeerde in de overname van ABN Amro, eveneens een systeembank. (...)'

Deze overweging moet m.i. zo worden begrepen dat Fortis maatschappelijke belangen niet alleen in aanmerking diende te nemen wanneer deze belangen mede haar eigen (ruim op te vatten) vennootschapsbelang dienden, maar ook dat zij vennootschapsexterne belangen in haar afwegingen diende te betrekken. Een dergelijke gedragsnorm kan ertoe bijdragen dat niet slechts de belangen van rechtstreeks betrokkenen wordt gediend, maar ook waardecreatie in brede zin wordt bevorderd. Het bestuur van Fortis kon niet volstaan met het voldoen aan gedetailleerde financiële wet- en regelgeving. Het diende daarenboven het

56. OK 5 april 2012, *JOR* 2013, 41 m.nt. Bulten (*Fortis*). Het oordeel van de Hoge Raad over het hiertegen gerichte cassatieberoep kon bij het verwerken van de drukproeven helaas nog niet worden verwerkt.

desbetreffende maatschappelijke belang in zijn afwegingen en besluitvorming te betrekken.⁵⁷

Een gedragsnorm dat bestuurders (het risico op) externe kosten als relevant gezichtspunt in zijn afwegingen dient te betrekken heeft consequenties voor de interne verhoudingen. Deze gedragsnorm kleurt niet alleen de bestuurstaak via art. 2:9 BW, maar heeft ook zijn weerslag op de eisen die voor alle institutioneel betrokkenen voortvloeien uit art. 2:8 BW. In *PCM* oordeelde de Ondernemingskamer zelfs dat er een mede uit art. 2:8 BW voortvloeiende verplichting lag op *toekomstige* aandeelhouders om de in het geding zijnde vennootschappelijke belangen in hun afwegingen te betrekken.⁵⁸ Het ging in die zaak om een *leveraged buyout*, een overname die grotendeels door de doelvennootschap werd betaald. De gekozen financieringsstructuur was gunstig voor de nieuwe aandeelhouders maar ging ten koste van de onderneming en het vermogen van de vennootschap om haar strategie uit te voeren.⁵⁹ Naar het oordeel van de Ondernemingskamer had ook de toekomstig aandeelhouder dit gegeven onder ogen moeten zien.

Ook zijn er consequenties voor de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders. De hier voorgestelde gedragsnorm kan ertoe leiden dat de bestuurstaak en de belangen van aandeelhouders verder uiteen komen te liggen, omdat er meer belangen in het spel zijn waarmee het bestuur rekening moet houden. De bestuursautonomie ten opzichte van aandeelhouders wordt vergroot, doordat het bestuur (het risico op) externe kosten mag tegenwerpen aan aandeelhouders. Ik meen bijvoorbeeld dat het bestuur van ABN AMRO gelet op de destijds bekende risico's van opsplitsing en externe kosten zo niet verplicht dan toch gerechtigd was zich te blijven verzetten tegen het bod van het consortium en dat een dergelijk verzet op die grond in rechte erkenning had mogen vinden.

57. Overigens is de vraag gewettigd welke reikwijdte deze overweging heeft. De Ondernemingskamer spitst haar overwegingen toe op een bijzonder geval: dat van een systeembank die een andere systeembank overneemt. Vanzelfsprekend valt de Fortis-casus niet direct toe te passen op andere vennootschappen. Misschien kunnen *kelderluik*-achtige criteria enig houvast bieden om de reikwijdte van deze overweging te duiden. Men zou dan kunnen betogen dat de naleving van de gedragsnorm om de risico's op externe kosten zo veel als redelijkerwijs mogelijk te beperken intensiever wordt getoetst, naarmate de kans op verwezenlijking van een risico stijgt, de te verwachten (maatschappelijke) schade groter is en het eenvoudiger is om de schade te beperken.

58. OK 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 m.nt. Stevens (*PCM*). De vraag of de Ondernemingskamer hier de grenzen van art. 2:8 BW te ver oprekt mist m.i. relevantie, aangezien de normen van 2:8 (en 6:2 en 6:248) BW ook gelden zonder wettelijke basis (nota bene het woordje *mede*). Zie bijv. HR 20 december 1946, *NJ* 1947, 59 m.nt. EMM (*Erven Kessels*), HR 9 mei 1952, *NJ* 1953, 563 m.nt. PhANH (*Huurgenot*) en HR 15 november 1957, *NJ* 1958, 67 m.nt. LEHR (*Baris/Riezenkamp*). Vgl. Barneveld (in druk), hoofdstuk 17, § 4.4.2 met verdere verwijzingen. Terughoudend daarentegen Assink I (in druk), hoofdstuk 2, § 11.

59. Barneveld (in druk) gaat uitvoerig in op deze problematiek en betreft daarin ook de externaliteiten die gepaard kunnen gaan met een *leveraged buyout*.

207 Afweging en evenredigheid. Wanneer Cools en Van Praag betogen dat het niet mogelijk is om meerdere doelstellingen tegelijkertijd te optimaliseren, bedoelen zij vermoedelijk dat er geen mathematisch model bestaat op grond waarvan de optimale uitkomst van een afweging van twee conflicterende doelstellingen objectief valt te bepalen.⁶⁰ Vrijwel iedere afweging behelst nu eenmaal een subjectief element. Dit subjectieve element wordt mede gekleurd door de persoonlijke ervaringen en voorkeuren van degene die de afweging maakt. Hieruit vloeit evenwel niet voort dat de afweging daarom *irrationeel* is geworden; immers, uit de aanwezigheid van een subjectief element volgt niet dat de afweging in strijd is met de wetten der logica (vgl. nr. 179).

Dit laat onverlet dat het subjectieve element de mogelijkheid tot externe controle beperkt en de mogelijkheid tot misbruik creëert. Zo moeten Easterbrook en Fischel worden begrepen wanneer zij betogen dat ‘*a manager told to serve two masters (...) has been freed of both and is answerable to neither.*’⁶¹

Helaas is de werkelijkheid niet zo eenvoudig, ook niet bij vennootschappen die zich richten op aandeelhouderswaarde.⁶² Een conflict tussen twee of meer op zichzelf legitieme belangen kan nu eenmaal slechts door middel van een afweging worden opgelost.⁶³

Hoewel een afweging vrijwel steeds een subjectief element zal behouden, is het wel mogelijk om aan de hand van een formeel afwegingsmodel het subjectieve element enigszins in te perken. Dit model biedt het evenredigheidsbeginsel.⁶⁴ Het evenredigheidsbeginsel is geen tovermiddel, maar een instrument dat de kwaliteit van afwegingen kan verhogen en de verantwoording achteraf beter inzichtelijk kan maken.

Stel bijvoorbeeld dat het bestuur met het oog op het duurzame succes van de onderneming overweegt een bepaalde strategie te volgen die echter de belangen van bepaalde werknemers of van minderheidsaandeelhouders schaadt. Het bestuur zal in dat geval de in het geding zijnde belangen tegen elkaar moeten afwegen. Een dergelijke afweging aan de hand van het evenredigheidsbeginsel omvat drie elementen, tezamen aangeduid als het *evenredigheidsbeginsel in ruime zin*. Het eerste element betreft de *geschiktheidstest*: is de voorgenomen strategie geschikt om het beoogde doel te bereiken? Is het antwoord op deze vraag negatief, dan zal het belang van werknemers of minderheidsaandeelhouders prevaleren; dit deelbelang wordt immers bedreigd, terwijl niet vast staat dat de voorgenomen strategie wel kan bijdragen aan het beoogde doel. Het tweede element is een toets aan het *subsidiariteitsbeginsel* (de *noodzakelijkheidstest*): is

60. Cools & Van Praag 2001; zie nr. 189.

61. Easterbrook & Fischel 1991, 38.

62. Keay 2011, 86; 205.

63. Vgl. Keay 2011, 98 e.v.

64. De Jongh 2011b; De Jongh 2012b; Van Ginneken & Timmerman 2011; Schild 2011; Alexy 2009; Barak 2012.

de beoogde strategie *noodzakelijk* om het beoogde doel te bereiken, of bestaat er een alternatief dat minder bezwaarlijk is voor de desbetreffende werknemers of minderheidsaandeelhouders en dat niettemin het beoogde doel eveneens in zicht brengt? De noodzakelijkheidstest dwingt tot het zoeken naar (minder bezwarende) alternatieven.

Het derde element, toetsing aan het *evenredigheidsbeginsel in enge zin*, komt pas aan de orde indien het voorgenomen besluit zowel geschikt als noodzakelijk is om het beoogde doel te bereiken. Deze stap is de lastigste en illustreert dat een subjectief element in afwegingen vrijwel nooit helemaal zal ontbreken. De vraag die moet worden beantwoord is of het in het geding zijnde deelbelang *onevenredig* wordt getroffen door het voorgenomen besluit. Weegt het besluit op tegen de verwachte nadelen, of zijn de nadelen van een zodanige orde van grootte, dat moet worden afgezien van de voorgenomen beslissing?⁶⁵

Soms kan in deze afweging het subjectieve element worden geëcarteerd, namelijk wanneer de verwachte baten en lasten vooraf zijn te kwantificeren. Voorwaarde is wel dat gelijksoortige grootheden tegen elkaar worden afgewogen; zijn de grootheden van andere aard, dan spreekt men van incommensurabiliteit en is een mathematisch beredeneerbare afweging zelfs in theorie onmogelijk. Niettemin valt dan de afweging aan kwaliteit te winnen, indien degene die de afweging maakt zal trachten zo veel mogelijk objectiviteit in acht te nemen. Objectiviteit vereist dat degene die oordeelt zo veel mogelijk het perspectief van een *impartial spectator* in acht neemt;⁶⁶ van degene die oordeelt mag een zekere ‘onthechting’ ten aanzien van zijn particuliere voorkeuren en belangen worden verwacht.⁶⁷

Een afweging kan verder aan rationaliteit winnen, wanneer zo veel mogelijk objectiviteit ten aanzien van de temporele dimensie wordt betracht.⁶⁸ Dit impliceert dat bij een afweging bewust zal worden stilgestaan bij de gevolgen van de uitkomst van een afweging op de lange termijn, aan de belangen van toekomstige betrokkenen zoals toekomstige aandeelhouders. Weliswaar zal de menselijke natuur zijn geneigd aan kortetermijnbelangen (te) groot gewicht toe te kennen; maar uit het gelijkheidsbeginsel vloeit voort dat toekomstige belangen niet te snel mogen worden opgeofferd, bijvoorbeeld door het gebruik van een hoge disconteringsvoet (*discount rate*, rentevoet, rekenrente).⁶⁹ Een

65. Vgl. HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 m.nt. Ma (*Zwagerman*) en HR 12 juli 2013, *RvdW* 2013, 933 (*VEB c.s./KLM*) waarin de Hoge Raad spreekt van een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens minderheidsaandeelhouders.

66. Sen 2009, 44 e.v.; Elster 2009, 8 e.v.; Sedláček 2012, 234. Het concept van de *impartial spectator* gaat in ieder geval terug tot Adam Smith. In de ‘gouden regel’ – wat gij niet wilt dat u geschiedt, doet u dat ook een ander niet – ligt in wezen ook de idee van een *impartial spectator* besloten.

67. Schild 2012, 94.

68. Elster 2009, 9 e.v.

69. Elster 2009, 12. Vgl. voorts Haldane & Davies 2011.

hoge disconteringsvoet heeft tot gevolg dat de contante waarde van in de toekomst te verwachten baten of lasten laag worden ingeschat. Indien een bepaalde beleidsbeslissing zowel gevolgen op de korte als lange termijn heeft, bewerkstelligt een te hoge disconteringsvoet dat aan de kortetermijngevolgen te veel gewicht wordt toegekend.

Een recent voorbeeld van een toepassing van het evenredigheidsbeginsel door de rechter.⁷⁰ AAA Groep NV was genoteerd in Praag en Budapest. Bijna 78% van de aandelen werd (direct en indirect) gehouden door oprichter en niet-uitvoerend bestuurder Denny. Aandelen AAA Groep werden weinig verhandeld; de interesse van analisten was gering. Ondanks herstel van de onderneming daalde de koers. Op instigatie van Denny, die zijn belang tevergeefs via een onderhandse veiling had getracht te vervreemden, stelde het bestuur voor de notering te beëindigen. AAA Groep riep een BAVA bijeen en stelde voor de notering te schrappen en alle aandeelhouders de gelegenheid te geven hun aandelen aan de vennootschap te verkopen tegen een gemiddelde koers van het voorafgaande half jaar. Dit gemiddelde lag boven de actuele koers. Enkele minderheidsaandeelhouders verzetten zich hiertegen bij de Ondernemingskamer. Zij stelden onder andere dat een verplicht openbaar bod zou worden ontlopen wanneer Denny na de beëindiging van de notering zijn aandelen aan een derde zou verkopen. De minderheidsaandeelhouders zouden dan met lege handen achterblijven. De Ondernemingskamer stelt voorop dat Denny als aandeelhouder in beginsel uitsluitend zijn eigen belang mag dienen, maar dat het vervolgens aan het bestuur is om een strategisch besluit te nemen en uit te voeren. Daarover is het bestuur verantwoording verschuldigd aan de AVA (rov. 3.8). De Ondernemingskamer toetst eerst of de afweging van het bestuur valt te verdedigen vanuit het vennootschapsbelang. Daarbij vallen de geschiktheids- en noodzakelijkheidstest duidelijk te herkennen.⁷¹ Volgens de Ondernemingskamer kan niet worden gezegd het bestuur zijn taak in dit opzicht niet naar behoren heeft vervuld. Vervolgens beoordeelt de Ondernemingskamer (aan de hand van het evenredigheidsbeginsel in enge zin) of de minderheidsaandeelhouders niettemin onevenredig worden benadeeld. Deze vraag beantwoordt de Ondernemingskamer ontkennend.⁷²

70. OK 28 maart 2013, *JOR* 2013, 171 m.nt. Josephus Jitta (*AAA Groep*).

71. Niet was betwist dat de notering aanzienlijke kosten met zich bracht, dat strategische partijen niet (zonder meer) in een beurs-NV willen investeren en dat de aandelen AAA in een private omgeving beter verkoopbaar zouden zijn. De Ondernemingskamer achtte aannemelijk dat het handelsvolume gering was, dat zich een grote volatiliteit voordeed en dat in het bijzonder neerwaartse koersbewegingen een negatieve invloed op de omzet hadden. Het schrappen van de notering voldeed zo aan de geschiktheids- en noodzakelijkheidstest (rov. 3.11).

72. De verhandelbaarheid was gering, de koers dalend, de vooruitzichten niet positief, terwijl de minderheidsaandeelhouders een exit-mogelijkheid boven de geldende koers kregen, maar daartoe niet verplicht werden. Wel oordeelde de Ondernemingskamer dat de informatievoorziening aan minderheidsaandeelhouders beter had gekund (rov. 3.12).

Uit dit voorbeeld blijkt dat een toetsing aan het evenredigheidsbeginsel niet alleen kan bijdragen aan de motivering door de rechter; ook bestuurders kunnen hun beslissingen aan de hand van het evenredigheidsbeginsel beter onderbouwen.

De nummers 205–207 over het vennootschapsbelang en de bestuursopdracht van een beurs-NV vallen als volgt samen te vatten. Het bestuur van de beurs-NV dient het duurzame succes van de onderneming te bevorderen, waarbij het bestuur (i) zo veel als redelijkerwijs mogelijk voorkomt dat direct belanghebbenden onevenredig worden getroffen en (ii) zo veel als redelijkerwijs mogelijk de (risico's op) externe kosten voorkomt, althans beperkt. Zo krijgt de bestuursopdracht richting, staat het collectieve belang voorop, terwijl tegelijk recht wordt gedaan aan de (aard van de) belangen van de verschillende betrokkenen, dit alles zonder dat het algemeen belang uit het oog wordt verloren.

In een pluralistisch model zal altijd de mogelijkheid bestaan dat een beginsel dat *prima facie* dominant is, in een concreet geval moet wijken voor een ander beginsel. Dat is ook het geval indien het duurzame succes van de onderneming tot richtsnoer wordt genomen: altijd is denkbaar dat een deelbelang dermate onevenredig wordt geraakt door het streven naar een succesvolle onderneming, dat aan het deelbelang voorrang moet worden gegeven. De erkenning dat redelijke mensen in redelijkheid andere afwegingen kunnen maken brengt mee dat het bestuur de nodige beleidsvrijheid moet worden gelaten om deze afweging te maken. Zoals het EVRM de nationale rechter een *margin of appreciation* laat bij de beoordeling en afweging van grondrechten, zo behoeft het bestuur voldoende autonomie om beleidsalternatieven tegen elkaar af te wegen.⁷³

208 Bestuursautonomie en zeggenschap van aandeelhouders. In het spanningsveld tussen bestuursautonomie en zeggenschap van aandeelhouders openbaart zich de eigentijdse verschijning van de spanning tussen *societas* en *universitas*: hoe verhoudt het belang van de *universitas*, het collectief, gerepresenteerd door het bestuur, zich tot de individuele belangen van de *socii*? In het voorgaande is een sterke bestuursautonomie bepleit: daartoe nopen de noodzaak van een slagvaardige en goed geïnformeerde vennootschapsleiding die is gericht op een collectief belang bij een succesvolle onderneming, op het bevorderen van *firm-specific investments* door uiteenlopende betrokkenen, alsmede de noodzaak om verschillende in de vennootschap betrokken belangen tegen elkaar af te wegen, om de belangen van kwetsbare betrokkenen te waarborgen en om de risico's van externe kosten zo veel mogelijk te beperken.⁷⁴

Daar staan nadelen tegenover: een gebrek aan controle op bestuurders of onvoldoende tegenspraak, inefficiëntie, een groeiend risico dat bestuurders bij

73. Schild 2011; Van Ginneken & Timmerman 2011. Voorts Sen 2009, 106 e.v.

74. Vgl. Assink I (in druk), hoofdstuk 5, § 51.7.

de uitoefening van hun taken en bevoegdheden hun eigen belangen laten meefoverwegen, uitmondend in machtsmisbruik. Aandeelhouders die, gedreven vanuit hun eigen belang, dergelijke problemen of misstanden bestrijden onder uitoefening van hun zeggenschapsrechten dienen daarbij tevens het collectieve belang.

Zowel vanuit het collectieve belang als vanuit het aandeelhoudersbelang bestaat minder behoefte aan zeggenschap van aandeelhouders, naarmate de keerzijdes van de bestuursautonomie beter langs andere weg worden geredresseerd. Daartoe bestaat een heel scala aan aanvullende disciplineringsmechanismen.⁷⁵ In de regel is disciplinerende *ex ante* effectiever dan *ex post*, informele (discrete) disciplinerende effectiever dan langs formele weg en/of via de openbaarheid. Het belangrijkste disciplineringsinstrument bevindt zich als het goed is tussen de oren van de bestuurder zelf. Daarnaast kunnen bestuurders worden gedisciplineerd door hun medebestuurders, commissarissen en interne medewerkers zoals klokkenluiders. Men zou in dit verband kunnen denken aan versterking van het interne toezicht.⁷⁶ Misschien zou de *Corporate Governance*-Code kunnen bepalen dat besluiten, bedoeld in art. 2:164 BW, ook bij niet-structuurvennootschappen worden onderworpen aan de goedkeuring van de RvC of niet-uitvoerende bestuurders. Ook openbaarmakingsverplichtingen vervullen een disciplinerende functie. Hetzelfde geldt voor wettelijke verplichtingen die voortvloeien uit Boek 2 BW, zoals art. 2:8, 2:9 en 2:129 BW, de verschillende vormen van bestuurdersaansprakelijkheid en het enquêterecht. Voorts dwingen verschaffers van vreemd vermogen zoals banken via leningvoorwaarden verantwoording af, terwijl de WOR een forum biedt waar het bestuur verantwoording aan haar werknemers aflegt. De publieke nieuwsgaring en de publieke opinie dwingen de vennootschap tot verantwoording aan haar klanten.

Gelet op de veelheid aan disciplineringsmechanismen is het dan ook onmogelijk om zelfs maar in theorie de ‘optimale zeggenschapsverdeling’ tussen aandeelhouders en bestuurders vast te stellen. Dat geldt te minder, nu de rol van aandeelhouders afhangt van het aandeelhoudersbestand. De mate waarin een aandeelhouder behoefte heeft aan zeggenschapsrechten zal bovendien mede afhangen van andere mogelijkheden waarop hij zijn risico’s kan beperken. Ik doel daarbij op het verband tussen *exit* en *voice*.⁷⁷ In een normaal functionerende liquide markt zal het accent liggen op *exit*: meer dan andere bij de vennootschap betrokkenen kan de aandeelhouder zijn risico’s spreiden; door aandelen te verkopen kan hij zijn risico in de vennootschap tot nul terugbrengen. Naarmate de markt minder liquide is en/of het belang van de aandeelhouder groter, verschuift het accent naar *voice* en zal een aandeelhouder

75. Vgl. Kraakman e.a. 2009, 35 e.v.

76. Vgl. Calkoen 2011, 313 e.v.

77. Vgl. Hirschman 1970.

zijn risico's willen mitigeren en de opbrengsten willen maximaliseren door gebruik te maken van zijn zeggenschaps- en andere aandeelhoudersrechten. Hoewel *exit* en *voice* gedeeltelijk communicerende vaten zijn, kunnen zij elkaar niet volledig vervangen, zo ervoeren reeds de dolerende participanten (§ 2.1.3): indien door of namens aandeelhouders geen stem kan worden uitgebracht, kan dit uiteindelijk zijn weerslag op de koers hebben waardoor aandeelhouders ook verstoken blijven van een volwaardige *exit*-mogelijkheid.

De wenselijke mate van zeggenschap van aandeelhouders zal kortom afhangen van de omstandigheden van het geval. Wat valt er dan nog in positieve zin te zeggen over de zeggenschap van beursaandeelhouders? Om te beginnen dat invloed achter de schermen in een continue dialoog met het bestuur in de regel effectiever zal zijn dan de uitoefening van formele zeggenschapsrechten ter vergadering. Tegelijk kan een dialoog slechts effectief zijn tegen de achtergrond van zeggenschapsrechten van de aandeelhouder.

Onder de *caveat* dat de wenselijke verdeling van zeggenschap altijd zal afhangen van de omstandigheden van het geval volgen niettemin enkele algemene opmerkingen over *omvang* en *aard* van zeggenschapsrechten van beursaandeelhouders. Met *omvang* doel ik op de *onderwerpen* waarover aandeelhouders zeggenschap kunnen uitoefenen. Evenals het stemrecht als zodanig, vinden de onderwerpen waarover aandeelhouders stemrecht kunnen uitoefenen telkens hun grondslag in het economisch belang dat aan een aandeel is verbonden (nr. 178). En aangezien de waarde van het aandeel afhankelijk is van gebeurtenissen op alle niveaus binnen de vennootschap en haar onderneming, strekt de zeggenschap van aandeelhouders zich ook uit over uiteenlopende onderwerpen die gemeen hebben dat zij van invloed kunnen zijn op alle niveaus binnen de vennootschap en haar onderneming.⁷⁸ Denk aan structuurwijzigingen en verandering van het aandeelhouderschap (een wijziging in de collectieve positie van aandeelhouders binnen de vennootschap) die kunnen optreden bij een statutenwijziging, fusie, splitsing, omzetting, ontbinding, grensoverschrijdende zetelverplaatsing en bij ingrijpende besluiten (art. 2:107a BW).⁷⁹

Aangezien bestuur en RvC hun invloed overal binnen vennootschap en onderneming doen gelden en daarmee de omvang van de waarde van een aandeel kunnen bepalen, is zeggenschap van aandeelhouders over hun benoeming en ontslag gerechtvaardigd. Tegelijk is deze bevoegdheid in de praktijk vaak subsidiair aan de rol van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders.

Aandeelhouders is voorts zeggenschap toegekend over uitkeringen, nu de waarde van een aandeel, en daarmee het financiële belang van de aandeelhouder uiteindelijk van de uitkeringen zal afhangen (art. 2:105 BW). In dit licht

78. Zie nader Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 319 e.v.; Raaijmakers 2006, 380 e.v.

79. Hierover uitvoerig Klaassen 2007, 78 e.v.; 175 e.v. en Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 43, 43.1, 43.3, 43.5.

moet ook de zeggenschap over de vaststelling van de jaarrekening worden gezien (art. 2:101 lid 3 BW). Hetzelfde geldt voor de gebruikelijke kwijting aan bestuurders en commissarissen (vgl. art. 2:101 lid 3 BW).⁸⁰

De zeggenschap van aandeelhouders is niet beperkt tot onderwerpen die betrekking hebben op vennootschap en onderneming. Zeggenschap strekt zich in beginsel ook uit tot onderwerpen die de vermogensrechtelijke positie van aandeelhouders raken: kapitaalvermindering, de uitgifte van aandelen, verlening van opties en de beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht. Ook de vangnetbepaling dat aan de AVA, binnen de door de wet en statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheid toekomt die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend moet tegen deze achtergrond worden begrepen (art. 2:107 lid 1 BW, waarover uitvoerig § 7.3.1).

De ratio van de toegenomen zeggenschap van aandeelhouders over de beloningen van bestuurders is gedeeltelijk anders. Vanzelfsprekend hebben aandeelhouders hier een eigen belang, maar het collectieve belang lijkt meer voorop te staan. Uit de aard der zaak hebben bestuurders hier een tegenstrijdig belang, terwijl zij een informatievoorsprong op commissarissen genieten. Zeggenschap van aandeelhouders op het gebied van (de uitvoering van) het beloningsbeleid versterkt de onderhandelingspositie van commissarissen (of niet-uitvoerende bestuurders) en draagt bij aan een evenwichtig beloningsbeleid.

Met deze schets van de onderwerpen waarover aandeelhouders zeggenschap uitoefenen is niets gezegd over de *aard* van zeggenschap, de wijze van uitoefening en over de vraag hoe zeggenschapsrechten van aandeelhouders zich verhouden tot bevoegdheden van andere organen. Aan het begin van dit nummer is benadrukt dat de zeggenschapsrechten van aandeelhouders niet op zichzelf moeten worden beschouwd, maar in relatie moeten worden gebracht met concurrerende gezichtspunten. De zeggenschapsrechten maken immers deel uit van een systeem van *checks and balances*, zodat de uitoefening van zeggenschap moet worden beschouwd in het licht van het gehele vennootschappelijke krachten- en belangenveld.

De uitoefening van zeggenschapsrechten door beursaandeelhouders wordt in hoofdzaak door drie aspecten gekenmerkt. In de eerste plaats heeft deze voornamelijk een *reactief* karakter: de belangrijkste waarborg voor de belangen van aandeelhouders is de mogelijkheid dat de AVA nee kan zeggen, aan de noodrem kan trekken.⁸¹ Coördinatieproblemen staan vaak in de weg aan een proactieve opstelling van aandeelhouders.⁸² Zij doen vanzelfsprekend hun eigen opvattingen horen, maar in hoofdlijnen reageren zij toch op het beleid en de gang van zaken binnen de vennootschap en haar onderneming en op voorstellen van het bestuur of RvC. Een in hoofdzaak reactieve rol van de AVA

80. Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 43.4.

81. Vgl. Willems 2010, 409.

82. Vgl. Den Boogert 2005, 255, nr. 11.

ligt ook besloten in *ABN AMRO* en *ASMI I*: de bepaling van de strategie is in beginsel voorbehouden aan het bestuur, terwijl de AVA haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. Het bestuur is in beginsel niet verplicht de AVA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is.⁸³

Ook op normatieve gronden zou ik aan de AVA van de beurs-NV in beginsel een reactieve rol willen toebedelen. Een reactieve uitoefening van zeggenschap doet m.i. zowel recht aan de belangen van aandeelhouders, als aan de noodzaak tot een vergaande scheiding van de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie die wordt belichaamd in het leerstuk van de bestuursautonomie en die op de lange termijn ook het belang van aandeelhouders dient.

Van de negatieve uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders gaat een belangrijke preventieve werking uit: in de wetenschap dat de AVA een voorstel kan afwijzen, zal het bestuur in de regel de belangen van aandeelhouders voldoende in acht nemen en de dialoog zoeken met belangrijke aandeelhouders. Het is daarom niet meer dan vanzelfsprekend dat de meeste AVA-voorstellen met stalinistische cijfers worden aangenomen.

Bovendien ligt in de reactieve rol voor de AVA een erkenning besloten van het gegeven dat de AVA nu eenmaal niet het meest geschikte orgaan is om toezicht op bestuurders te houden. Deze rol is eerder weggelegd voor medebestuurders en commissarissen. Nog altijd gelden kortom de aan het begin van deze studie aangehaalde woorden van Petrażycki: *‘Die Funktion der Generalversammlung ist (...) hauptsächlich eine negative und zwar wenig komplizierte; sie besteht darin, daß wenn zwischen der Handlungsweise der Direktion und den Interessen der Massen der Aktionäre eine wesentliche Disharmonie entsteht, die Generalversammlung dagegen durch Grollen und Empörung reagiert.’*⁸⁴

Ik meen dan ook dat van art. 2:239 lid 4 BW geen uitstralende werking kan uitgaan op de beurs-NV (nr. 194). Met de reactieve rol van de AVA van een beurs-NV is m.i. niet verenigbaar als een beurs-NV in haar statuten zou bepalen dat het bestuur zich (in beginsel – behoudens strijd met het belang van vennootschap en onderneming) dient te gedragen naar de aanwijzingen van de AVA. Ook wanneer de statuten een aanwijzingsbevoegdheid op voet van art. 2:129 lid 4 BW bevatten, dienen deze aanwijzingen niet te concreet te

83. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. Ma, *JOR* 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*); HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*). Vgl. Den Boogert 2007, 141–142 en Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 43.

84. Zie Petrażycki 1906, 191, aangehaald aan het begin van deze studie. Kennelijk anders: Van der Krans 2009, 138 e.v. die eerst de term *corporate democracy* introduceert, en daaruit een veel actievere rol van de AVA afleidt. De vergelijking tussen een democratische staatsinrichting en de vennootschapsorganisatie is weliswaar historisch niet onjuist, maar gaat inmiddels op tal van punten mank. Zie nr. 44, hoofdtekst en nt. 251.

zijn, terwijl het bestuur ook dan steeds de bevoegdheid houdt om in het belang van vennootschap en onderneming een algemene aanwijzing terzijde te leggen. Dat laat vanzelfsprekend onverlet dat de vennootschapsleiding er in het algemeen wijs aan doet de opvattingen van aandeelhouders, in het bijzonder van langetermijnaandeelhouders serieus te nemen (nr. 212).

Zoals Petrażycki terecht stelt, is de functie van de AVA *hauptsächlich eine negative*. De AVA geniet namelijk in de tweede plaats ook *positieve* (proactieve) zeggenschapsrechten: het convocatie- en agenderingsrecht. Deze rechten beperken de autonomie van (meestal) het bestuur om de vergadering bijeen te roepen en de agenda te bepalen.⁸⁵ Maar het agenderingsrecht en het convocatierecht laten voor het overige de verdeling van bevoegdheden tussen organen ongemoeid: de voorzitter zal het onderwerp niet in stemming brengen indien de AVA niet bevoegd is (nr. 198).⁸⁶ Weliswaar zijn het convocatie- en agenderingsrecht proactieve (zo men wil, positieve) zeggenschapsrechten, dat laat onverlet dat de belangrijkste functie ervan is gelegen in de ondersteuning van de primaire reactieve (negatieve) rol van de AVA: die van noodrem of veiligheidsklep. Daarnaast gaat ook van deze rechten een preventieve functie uit: in de wetenschap dat aandeelhouders met een substantieel belang van hun convocatie en/of agenderingsrecht gebruik kunnen maken, zal het bestuur de dialoog met deze aandeelhouders zoeken en voldoende gewicht toekennen aan hun belangen.

In de derde plaats wordt de verhouding tussen aandeelhouders enerzijds en bestuurders en commissarissen anderzijds altijd op de achtergrond beheerst door het recht van de AVA om bestuurders en commissarissen te ontslaan.⁸⁷ Ook dit recht werkt bij de beurs-NV vooral preventief: de mogelijkheid van ontslag waarborgt dat de vennootschapsleiding acht slaat op de belangen van aandeelhouders. Bestuurders of commissarissen kunnen misschien met behulp van oligarchische clausules de druk van een wantrouwende AVA gedurende enige tijd weerstaan, maar zij zullen onvoldoende vertrouwen van de AVA op den duur niet kunnen negeren. Niet voor niets heeft de Hoge Raad geoordeeld dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.⁸⁸ Daar staat tegenover dat aandeelhouders, in het bijzonder zij die zich niet op duurzame wijze aan de vennootschap willen verbinden, hun ontslagbevoegdheid niet behoren in te zetten om in te breken in de bestuursautonomie.⁸⁹ In het spanningsveld tussen de ontslagbevoegdheid van de AVA en de autonome positie en taak van het

85. TK 2001–2002, 28 179, nr. 3, p. 11.

86. EK 2009–2010, 31 746, C, p. 6. Voorts TK 2008–2009, 31 746, nr. 7, p. 12.

87. Vgl. Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 32. Een uitzondering geldt vanzelfsprekend voor de structuurvennootschap.

88. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*).

89. Dit geldt m.i. in versterkte mate voor het geval waarin de AVA voornemens is het vertrouwen in de RvC van een structuurvennootschap op te zeggen. Dit blijkt vooreerst

bestuur geldt weliswaar als uitgangspunt dat de AVA bestuurders en commissarissen mag ontslaan; maar indien aandeelhouders hun ontslagbevoegdheid gebruiken als drukmiddel om zeggenschap uit te oefenen op een terrein dat voorbehouden is aan het bestuur, dan kan dit gezichtspunt wel degelijk meewegen indien de rechter wordt gevraagd hierover een oordeel uit te spreken. Bijvoorbeeld bij de vraag of gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen, of beschermingsaandelen mogen worden uitgegeven of gehandhaafd, en bij de vraag of een besluit op voet van art. 2:15 lid 1 sub b BW kan worden vernietigd.⁹⁰ Het zal van de omstandigheden van het geval afhangen of aan dit gezichtspunt doorslaggevend gewicht moet

uit de extra formaliteiten waarmee art. 2:161a lid 1 BW het ontslagrecht omgeeft (het meerderheidsbesluit dient ten minste 1/3 van het geplaatste kapitaal te vertegenwoordigen en dient met redenen omkleed te zijn). Ten tweede mag het instrument blijkens de toelichting niet worden gebruikt om de raad van commissarissen onevenredig onder druk te zetten of te dwingen tot het nemen van besluiten die uitsluitend gericht zijn op de kortetermijnbehoeften van dat kleine deel van de kapitaalverschaffers dat op een bepaalde vergadering een toevallige meerderheid uitmaakt (TK 2001–2002, 28 179, nr. 3, p. 39).

90. Art. 2:134 lid 1 BW en HR 26 oktober 1984, *NJ* 1985, 375 m.nt. Ma (*Sjardin*) staan n.m.m. niet in de weg aan een materiële toetsing van een ontslagbesluit aan art. 2:15 lid 1 sub b jo. 2:8 BW. De vordering tot vernietiging van het ontslagbesluit werd in die zaak niet gegrond op de eisen van de goede trouw die bij het tot stand komen van het besluit in acht dienden te worden genomen, maar uitsluitend op de gronden waarop het ontslag van de bestuurder gegeven werd. Gelet op de arbeidsrechtelijke bescherming die de bestuurder reeds aan art. 1639e BW (oud) kon ontlelen, achtte de Hoge Raad vernietiging van het vennootschapsrechtelijke ontslagbesluit op *deze* grond niet mogelijk. *Sjardin* betrof echter geen beurs-NV maar een BV. Bij een BV loopt het vennootschapsbelang vaker meer parallel met aandeelhoudersbelang dan bij een beurs-NV, terwijl de aandeelhouders meer bij de vennootschap zijn betrokken. *Sjardin* is bovendien gewezen vóór de herziening van titel 1 van boek 2 BW en valt slechts te begrijpen tegen de achtergrond van de arbeidsrechtelijke ontslagbescherming. Mede gelet op het nieuwe art. 2:132 lid 3 BW, op grond waarvan de rechtsverhouding tussen bestuurder en de beurs-NV niet als arbeidsovereenkomst wordt aangemerkt, heeft *Sjardin* haar betekenis voor de beurs-NV verloren.

De reikwijdte van *Sjardin* is hoe dan ook beperkt, nu de Hoge Raad alleen een uitzondering maakt voor het geval waarin de vordering tot vernietiging is gebaseerd op de gronden waarop het ontslag gegeven wordt (Van Schilfgaarde in *AA* 1985, p. 144). Dit sluit niet uit dat er andere materiële redenen kunnen zijn waarom men een ontslagbesluit in strijd acht met de (vennootschapsrechtelijke) redelijkheid en billijkheid. Van Schilfgaarde & Winter 2009, 166 denken bijvoorbeeld aan een ontslag wegens het niet opvolgen van een door de AVA gegeven instructie die het belang van de vennootschap zou schenden. Een andere opvatting zou erop neerkomen dat de Hoge Raad in *Sjardin* terugkomt van HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/De Koedoe I*) (nr. 151), hetgeen bepaald niet uit *Sjardin* kan worden afgeleid. Ook uit HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271 m.nt. Ma (*Meijers/Mast*) kan m.i. worden afgeleid dat het ontslagbesluit aan de eisen van redelijkheid en billijkheid kan worden getoetst. Vgl. voorts OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*); Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009), nr. 435; Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 43.6; Koelemeijer 1999, 258; 263; voorts de noot van Winters & Stegerhoek sub 9 onder HR 16 april 2010, *JOR* 2010, 223 (*AHAM I*).

worden toegekend. In zijn algemeenheid meen ik dat aan dit gezichtspunt bij een beurs-NV groter gewicht toekomt dan bij een BV of concern-NV. De argumenten die pleiten voor een autonome positie van het bestuur wegen in het algemeen bij een beurs-NV immers zwaarder dan in besloten of concern-verhoudingen.⁹¹

In een beursvennootschap overweegt kortom in beginsel de *universitas* boven de *societas*, hetgeen tot uitdrukking komt in de sterke bestuursautonomie en de voornamelijk reactieve uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders. In besloten en concernverhoudingen ligt de balans daarentegen meer bij de *societas* en komt aan het aandeelhoudersbelang een groter gewicht toe.

Is daarmee het bestuur van een beurs-NV *answerable to neither*, zoals Easterbrook en Fischel veronderstellen? Toegegeven, een pluralistisch vennootschapsrecht geeft het bestuur een grotere beleidsvrijheid dan een vennootschapsrecht dat louter is gericht op aandeelhouderswaarde. Door evenwel de verantwoordingsplicht van het bestuur uitsluitend toe te spitsen op de verantwoording aan aandeelhouders zou men miskennen dat vennootschappen verantwoording afleggen aan talloze belanghebbenden. Aan het begin van dit nummer is benadrukt dat het bestuur langs tal van wegen verantwoording aflegt aan aandeelhouders, crediteuren, werknemers, klanten, de publieke opinie en publieke toezichthouders. Niet alle belanghebbenden hebben formele zeggenschapsrechten, maar dat betekent niet dat de uiteenlopende verantwoordingsfora niet effectief kunnen zijn. Ook zonder formele zeggenschap kunnen bijvoorbeeld klanten met een boycot van producten veranderingen bewerkstelligen.⁹²

Dit model van multidimensionale verantwoording is in de praktijk gegroeid en niet of onvolledig verdisconteerd in de *agency*-leer. Tezamen bewerkstelligen deze verantwoordingsfora dat vennootschappen verantwoording afleggen aan de meest uiteenlopende belanghebbenden. Er gaat natuurlijk retorische kracht uit van de bijbelse parafrase dat '*a manager told to serve two masters*

91. In concernverhoudingen zijn in dit verband HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466, m.nt. Ma (*OGEM*), rov. 9.3. en HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96, m.nt. S.C.J.J. Kortmann (*Sobi/Hurks*) van betekenis; in besloten verhoudingen, zie HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271, m.nt. Ma (*Meijers/Mast*). Gelet op de verschillen tussen een beurs-NV en een (concern-)BV vallen *Sobi/Hurks* en *Meijers/Mast* m.i. niet toe te passen op de beurs-NV. Volgens Bartman & De Groot 2012, 272 e.v. hebben *Sobi/Hurks* en *Meijers/Mast* wel (mede) betrekking op de beurs-NV; zij zien vervolgens spanning met *ABN AMRO* en *ASMI I*. Met een beperkte reikwijdte van *Sobi/Hurks* en *Meijers/Mast* behoeft deze spanning m.i. niet te bestaan, terwijl recht wordt gedaan aan de verschillen tussen besloten en open verhoudingen. Vgl. ook De Jongh 2007a.

92. Vgl. Keay 2011, 240 e.v.

(...) *has been freed of both and is answerable to neither*,⁹³ maar zij loopt stuk op de complexe werkelijkheid.

10.2 Kortetermijngedrag

10.2.1 *Schets van de problematiek*

209 Snelle winst boven duurzame winst. In de afgelopen jaren zijn aandeelhouders vaak beticht van kortetermijngedrag. Deze kritiek is niet terecht voor zover daarvan de suggestie uitgaat dat voornamelijk aandeelhouders hiertoe zouden zijn geneigd. Immers, ook bestuurders en werknemers kunnen, al dan niet onder invloed van de beloningstructuur, gericht zijn op de korte termijn (nr. 184). Kortetermijngedrag is van alle tijden en wortelt dan ook in de menselijke natuur.⁹⁴ Wie dan leeft, dan zorgt; *après nous le déluge*: uit deze spreekwoorden blijkt wel dat het fenomeen niet dateert van de laatste decennia. Sterker: er zijn aanwijzingen dat kortetermijngedrag evolutionaire wortels heeft en verbonden is met de noodzaak tot overleven in een gevaarlijke omgeving. Kortetermijngedrag moet dan ook niet *per se* negatief worden beoordeeld. In tijden van crisis kan een focus op de korte termijn noodzakelijk zijn om te overleven.

Ligt er dan wel een probleem? En bestaat er wel een belangenconflict tussen korte- en langetermijnbeleggers? Immers, de aandelenkoers is toch niets anders dan de contante waarde van alle in de toekomst te verwachten uitkeringen aan aandeelhouders? Wanneer op de korte termijn waarde wordt onttrokken, zal zich dit toch weerspiegelen in de koers en andersom? Inderdaad bestaat er in theorie geen belangenconflict tussen korte- en langetermijnaandeelhouders.⁹⁵ Maar dan veronderstelt men wel dat de markt efficiënt is. Hierop valt het een en ander af te dingen, zo bleek in § 9.1.2. Is de markt (tijdelijk) niet efficiënt, dan kunnen zich wel degelijk belangenconflicten voordoen tussen de *socii* die gaan voor de korte termijn enerzijds, en de *universitas* en de *socii* met een lange horizon anderzijds.

Stel dat een aandeel is ondergewaardeerd. Voor een langetermijnbelegger behoeft dit niet *per se* een probleem te zijn: dit komt vaker voor en na verloop van tijd zal de onderwaardering dikwijls wel verdwijnen. Een langetermijnbelegger zal zich niet zo snel laten afleiden door tussentijdse koersfluctuaties. Dit is anders voor een belegger met een korte horizon – denk aan een beleggingsfonds dat voor beperkte tijd is opgericht. Deze aandeelhouder kan er belang bij

93. Easterbrook & Fischel 1991, 38. Luc. 16:13: 'Geen enkele knecht kan twee heren dienen: hij zal de eerste haten en de tweede liefhebben, of hij zal juist toegewijd zijn aan de ene en de andere verachten. Jullie kunnen niet God dienen én de mammon.' Voorts Mat. 6:24.

94. Clark 2011, 9.

95. In deze zin Dent 2010.

hebben dat langetermijninvesteringen worden teruggeschroefd om bijvoorbeeld middelen vrij te maken om op korte termijn aandelen in te kopen. Deze aandeelhouder kan dienovereenkomstig gebruik maken van zijn zeggenschapsrechten, mogelijk ten koste van het succes van de onderneming.

Kortetermijngedrag is het overwaarden van kortetermijneffecten en het onderwaarden van gebeurtenissen op de lange termijn: snelle winst boven duurzame winst. Economen spreken ook wel van een te hoge disconteringsvoet: kasstromen op de lange termijn worden ondergewaardeerd, terwijl kasstromen in de nabije toekomst juist worden overgewaardeerd.⁹⁶ Hierdoor kunnen toekomstige opbrengsten van investeringen te laag worden ingeschat. In de praktijk uit een hoge disconteringsvoet zich in een voorkeur voor liquide middelen.⁹⁷ Denk aan hoge uitkeringen of een hoge koers op de korte termijn.⁹⁸ Ik suggereer hiermee niet dat marktactoren telkens *bewust* uitgaan van een bepaalde disconteringsvoet. Wel dat in veel beslissingen een disconteringsvoet besloten ligt. Een voorbeeld, getuigend van kortetermijngedrag door bestuurders. Volgens een recent beloningsonderzoek prefereren de meeste Europese bestuurders een beloning van \$ 0,65 vandaag boven een beloning van \$ 1 over drie jaar. Vermoedelijk zullen bestuurders, gesteld voor deze keuze niet bewust een disconteringsvoet vaststellen en vervolgens op basis hiervan de voordeligste keuze berekenen. Dat neemt niet weg dat in deze keuze volgens de onderzoekers een disconteringsvoet van maar liefst 20% besloten ligt.⁹⁹

96. Haldane 2010.

97. Vgl. Mayer 2013, 185.

98. Zie Haldane & Davies 2011. Onder bijzondere omstandigheden – wanneer zich een luchtbel ontwikkelt – kan kortetermijngedrag juist leiden tot *over*investeringen (Dallas 2011, 305 e.v.; Roe 2013). Op het eerste gezicht lijkt dit tegenstrijdig, nu kenmerkend voor kortetermijngedrag is dat aan gebeurtenissen op de korte termijn verhoudingsgewijs meer betekenis wordt toegekend dan aan gebeurtenissen op de langere termijn. Hoe kan dit mechanisme dan leiden tot overinvesteringen?

Een luchtbel is een vorm van marktfalen waarbij de markt overmatig optimistische verwachtingen koestert en een te *lage* disconteringsvoet hanteert (vgl. nr. 180 en 181). Voor bestuurders zal het onder die omstandigheden moeilijk zijn om aan de hoge verwachtingen te blijven voldoen. Zij kunnen in de verleiding komen om het overmatige optimisme op de korte termijn te exploiteren. Dit kan zich uiten in overinvesteringen, bijvoorbeeld in de vorm van onrendabele overnames die de illusie van succes laten voortduren. Anders dan de markt hanteren deze bestuurders juist een te *hoge* disconteringsvoet, doordat zij prioriteit geven aan hun kortetermijnbelangen: zij beogen snelle winst te halen, hun bonussen te maximaliseren of het uiteenspatten van de luchtbel nog uit te stellen. Ook beleggers kunnen vanuit vergelijkbare motieven handelen: zij kunnen instappen in fondsen, ondanks dat zij zich bewust zijn van de overwaarding, dit vanuit de verwachting dat de luchtbel verder zal groeien en zichzelf tijdig kunnen uitstappen (*rational irrationality*, zie nr. 181).

99. PWC 2012. De Europese bestuurders deden het overigens beter dan hun collega's elders: volgens het onderzoek lag de gemiddelde wereldwijde disconteringsvoet op 31% (een beloning van \$ 0,50 nu werd gemiddeld geprefereerd boven \$ 1 over drie jaar).

De hoogte van de disconteringsvoet wordt onder andere beïnvloed door de factor onzekerheid. Eigen aan tal van beslissingen is dat de onzekerheid over de uitwerking van beslissingen met het verloop van de tijd groeit. Het risico dat deze onzekerheid meebrengt zal de markt inprijzen door een hogere risicopremie te vragen: de disconteringsvoet stijgt. Dit mechanisme is in beginsel rationeel, maar kan ook doorslaan wanneer marktactoren te veel geneigd zijn ‘het zekere voor het onzekere te nemen’: de onzekerheid kan zich dan vertalen in te hoge stijging van de disconteringsvoet of overmatige hang naar snelle *cash*. De vraag of dit geschiedt hangt nauw samen met het vertrouwen: naarmate meer vertrouwen in marktactoren bestaat, zullen de controleteugels worden gevierd en zal onzekerheid worden geaccepteerd. Omgekeerd gaat wantrouwen gepaard met onzekerheid, stijging van de disconteringsvoet en kortetermijndruk. Een zelfversterkend effect kan vervolgens optreden: kortetermijngedrag kan het vertrouwen van langetermijnbeleggers schaden en aanzetten tot meer kortetermijngedrag.

Kortetermijngedrag is kortom een algemene menselijke eigenschap die zich kan voordoen in tal van situaties;¹⁰⁰ wanneer men evenwel op zoek gaat naar een omgeving waarin de factoren die kortetermijngedrag versterken veel voorkomen, dan komt men snel uit op de kapitaalmarkten. De kapitaalmarkten bestaan immers bij gratie van onzekerheid over toekomstige kasstromen: waar anders worden zo veel intertemporele beslissingen genomen onder erkenning van *known unknowns* en *unknown unknowns*?

Kortetermijngedrag wordt verder versterkt door informatie-asymmetrieën en *agency*-problemen.¹⁰¹ Ik doel daarbij niet zozeer op *agency*-problemen in de verhouding tussen aandeelhouders en vennootschap, maar op andere schakels in de keten van intermediairs. Zo zal een pensioenfonds dat een nieuwe vermogensbeheerder heeft aangesteld vooraf in onzekerheid verkeren over diens kwaliteiten; deze onzekerheid wordt vergroot doordat de vermogensbeheerder nu eenmaal een informatievoorsprong heeft met betrekking tot de door hem beheerde portefeuille. Het pensioenfonds zal zijn vermogensbeheerder willen afrekenen op zijn resultaten en informatie-asymmetrieën willen verkleinen. Dit vergroot de druk om de vermogensbeheerder frequenter te beoordelen en bewerkstelligt een kortere horizon voor de vermogensbeheerder. Dit wordt versterkt doordat met langere ketens van intermediairs ook de kans op tegenstrijdige belangen binnen deze ketens groeit.¹⁰² Tevens vertaalt zich dit

100. Vgl. Clark 2011 met nog andere psychologische oorzaken van kortetermijngedrag.

101. Boot, 2009, 28 e.v.; Clark 2011, 13; Kay 2012, 30 e.v.; 37 e.v.; Frentrop 2012, 43 e.v.

102. Frentrop 2012, 45 geeft een treffend voorbeeld van tegenstrijdige belangen tussen belanghebbenden en vermogensbeheerders. Hun beloning hangt vaak niet zozeer af van de absolute prestaties van de portefeuille, maar van de relatieve prestatie ten opzichte van een *benchmark*. Dit leidt ertoe dat vermogensbeheerders de *benchmark* grotendeels kopiëren

in druk op de vennootschap om frequenter te rapporteren waardoor de kortetermijndruk verder groeit. Hoe langer de keten van intermediairs, des te meer kortetermijndruk.¹⁰³ Niet alleen kan dit een negatieve uitwerking hebben op het vertrouwen binnen de onderneming, hierdoor wordt ook bureaucratie in de hand gewerkt.

Volgens Kay zijn vermogensbeheerders hierdoor steeds minder in staat om datgene te doen waarvoor zij zijn aangesteld: het nemen van een belang in ondergewaardeerde fondsen, en het hopen en bevorderen dat de koers zodanig stijgt dat het aandeel niet langer is ondergewaardeerd.¹⁰⁴ Vermogensbeheerders wordt immers steeds minder tijd gegeven die nodig is voordat de koers zich beweegt in de richting van de door de vermogensbeheerder ingeschatte fundamentele waarde. Gevolg is dat vermogensbeheerders zich minder laten leiden door hun eigen analyse, en meer door de *benchmark* en de gemiddelde analyse van andere marktparticipanten: het marktsentiment op de korte termijn.¹⁰⁵

Er wordt wel een verband gelegd tussen kortetermijngedrag en de gemiddelde periode gedurende welke een aandeel wordt aangehouden (*holding period*; nr. 191). De gemiddelde *holding period* is de laatste decennia sterk afgenomen, een trend die overigens onder invloed van de kredietcrisis enigszins lijkt te zijn teruggebogen. Nederland vormt op deze beweging geen uitzondering.¹⁰⁶ Het is verleidelijk om hierin een indicatie van kortetermijngedrag te zien. Een dergelijk verband kan inderdaad bestaan, maar dat hoeft niet het geval te zijn. Een vermogensbeheerder van een langetermijnbelegger wiens bonus afhankelijk is van de kwartaalresultaten kan zich bij de uitoefening van het

en op kleine onderdelen hiervan afwijken. Ondanks een *long*-positie in aandelen die deel uitmaken van de *benchmark*, krijgen vermogensbeheerders er dan persoonlijk belang bij dat de *benchmark* slecht presteert, zodat ze dienovereenkomstig gebruik kunnen maken van het stemrecht op aandelen van vennootschappen die in de *benchmark* zijn opgenomen.

103. Ook concurrentie-overwegingen kunnen kortetermijngedrag bevorderen. Op zoek naar nieuwe klanten, zullen vermogensbeheerders een goed *track record* willen opbouwen. Het is minder risicovol om een *track record* op te bouwen, bestaande uit winsten behaald uit kortetermijntransacties, dan enkele succesvolle langetermijnbeleggingen (Dallas 2011, 295).

104. Kay 2012, 39 e.v.

105. Kay 2012, 40. Gevolg is Keynes' *beauty contest* (nr. 181, nt. 59).

106. Van den Nieuwenhuijzen, Galle & Soppe 2010; Haldane 2010; Melis, Pape & Lückerrath-Rovers 2011. Bebchuk 2013 en Roe 2013 stellen terecht deze trend mede is beïnvloed door de opkomst van flitshandel (*high frequency trading*), maar miskennen dat de trend al is ingezet in de jaren '40 (Haldane 2010). Onderzoek van Cremers, Pareek & Sautner 2012 en De Roon & Slager 2012 suggereert dat de *holding periods* minder zijn gedaald. Cremers, Pareek & Sautner 2012 houden echter geen rekening met transacties binnen een kwartaal. De Roon & Slager 2012 beschikten weliswaar over gegevens die vermoedelijk representatief zijn voor beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen, maar het is niet zeker of hun gegevens representatief zijn voor alle (Nederlandse en buitenlandse) investeerders die beleggen in Nederlandse aandelen.

stemrecht wel degelijk door kortetermijnbelangen laten leiden; ook een lange-termijnbelegger die zijn portefeuille extreem heeft gediversifieerd kan zich bij het stemmen laten leiden door het sentiment van de dag; anderzijds gaan kortetermijnbeleggers niet noodzakelijkerwijs uit van een te hoge disconteringsvoet. Een rechtstreeks verband zal dus vermoedelijk lastig zijn aan te tonen. Wel kan een lange *holding period* in combinatie met andere factoren het vermoeden rechtvaardigen dat de belegger niet uitgaat van een te hoge disconteringsvoet. Bijvoorbeeld wanneer een lange *holding period* gepaard gaat met een geconcentreerde portefeuille, of met de bereidheid om, bijvoorbeeld door registratie, afstand te doen van een snelle *exit*-optie.

Kortetermijngedrag wordt beïnvloed door de opkomst van flitshandel (*high frequency trading*). Deze heeft de laatste tien jaren een enorme groei doorgeemaakt: naar schatting komt in Europa en de VS maar liefst 35%, respectievelijk 70% van het aantal aandelentransacties voor rekening van flitshandel.¹⁰⁷ In rustige tijden verschaft flitshandel liquiditeit en draagt hij bij aan lagere kapitaalkosten. In tijden van onrust lijkt de rol van flitshandel juist ‘procyclisch’ in de zin dat volatiliteit verder kan worden vergroot. Soms kan flitshandel zelfs zorgen voor het uitdrogen van liquiditeit, zo wordt wel afgeleid uit een analyse van de *flash crash* uit 2010.¹⁰⁸ Ook nadien zijn er tal van kleinere *flash crashes* geweest, zodat het hier niet lijkt te gaan om een eenmalig ongeluk. Ontstaat er onrust op de markt, dan kan flitshandel deze vergroten door heftiger koersuitslagen. Daarmee kan flitshandel, die onder normale omstandigheden een nuttige rol kan vervullen, in tijden van stress het systeemrisico vergroten. Dit zal zich vooral voordoen bij bijzondere gebeurtenissen (*events*), belangrijke nieuwsfeiten die ertoe leiden dat marktactoren hun oordeel over de vennootschap grondig moeten bijstellen. De aanleiding van een *event* kan velerlei zijn. Denk aan de ontdekking van grootschalige fraude bij de vennootschap, een overnamebod of de aankondiging dat een offensief activist een belang heeft genomen. In dergelijke tijden van onrust kan flitshandel bijdragen tot extra koersuitslagen: flitshandelaars speculeren op snelle koersstijgingen bij het begin van een *event*, zij stappen in en vergroten daarmee zelf het koerseffect. Of, andersom, zij gaan massaal *short* wanneer zich slecht nieuws aandient of wanneer een door aandeelhouders gecreëerde *event* mislukt.

De positieve rol van flitshandel onder normale omstandigheden valt te relativeren wanneer men in aanmerking neemt dat niet alleen een te lage liquiditeit kan leiden tot grote volatiliteit, maar ook een te hoge. Hoge liquiditeit

107. Haldane 2011.

108. Haldane 2011, 5 e.v. Daarbij moet wel worden bedacht dat flitshandelaars vaak tientallen orders, veelal op verschillende handelsplatforms, plaatsen om zo snel mogelijk een order uit te voeren. Slaagt één order, dan worden de andere teruggetrokken. Dit heeft tot gevolg dat, vooral in tijden van stress, het systeem verstopt kan raken door tal van nooit uitgevoerde orders, zodat flitshandelaars de snelle afwikkeling van orders van andere marktpartijen kunnen bemoeilijken. Dit draagt vervolgens bij aan groeiende volatiliteit.

verlaagt transactiekosten en kan daardoor *momentum traders* aanlokken, speculanten die surfen op de korte golf. Voor een deel zijn dit de flitshandelaars zelf, voor een deel gaat het om handelaars met een iets minder korte horizon. Dergelijke speculanten kunnen bestaande trends versterken en overmatige koersuitslagen die niet volledig worden gerechtvaardigd door een verandering in de onderliggende waarde (*excess volatility*) bevorderen.¹⁰⁹

Overmatige volatiliteit wordt daarnaast bevorderd door de extreme spreiding van de portefeuille door veel institutionele beleggers (nr. 200): deze stelt beleggers minder in staat afwegingen op het niveau van individuele beleggingen te maken, zodat zij eerder zullen afgaan op het sentiment van de dag. Dergelijk kuddegedrag leidt ertoe dat bestaande kortetermijntrends verder worden versterkt.¹¹⁰

Overmatige volatiliteit doet zich vooral voor bij *events*. Deze kunnen een bijzondere dynamiek op gang brengen waarin verschillende soorten aandeelhouders ieder een eigen rol spelen. Stel dat een *event* in gang wordt gezet door offensieve activisten die proberen eenmalige baten te genereren, bijvoorbeeld een superdividend, of de verkoop van een divisie. Ook wanneer dit doel niet wordt bereikt, kan de strategie succesvol zijn, namelijk wanneer het activisme zelf leidt tot een snelle koersstijging. In het kielzog van een activist volgen namelijk niet zelden andere speculanten, vaak zelf eveneens *event driven* fondsen. Ook zij speculeren op het succes van de *event* en versterken het koerseffect. Zo deze speculanten niet reeds actief samenwerken met de activisten die een *event* hebben ontketend, zullen zij bij de uitoefening van het stemrecht vaak de lijn van de activist volgen.

Ongeacht de oorzaak van een *event* vormen overmatige koersuitslagen vanuit het perspectief van duurzame waardecreatie een probleem. Zij vergroten het verschil tussen de koers en de onderliggende waarde van het aandeel.¹¹¹ Hoe groter dit verschil, des te groter de belangentegenstellingen tussen aandeelhouders onderling en tussen aandeelhouders en de vennootschap. In beginsel behoeft een langetermijnbelegger zich door tussentijdse koersuitslagen niet te laten afleiden, maar wanneer deze te groot worden kan een langetermijnbelegger worden geplaatst voor een dilemma. Grote koersuitslagen kunnen hem ertoe verleiden op de korte termijn winsten of verliezen te nemen. Denkbaar is ook dat hij inschat dat verdere (koers)winst in de nabije toekomst in het verschiet ligt. In dat geval houdt hij zijn aandelen vooralsnog aan en kan

109. Haldane 2010, 12.

110. Frentrop 2012, 46. Vgl. nr. 200, Winter 2011, 47 e.v. en de *Green Paper Long-Term Financing of the European Economy* (Com (2013) 150/2) van de Europese Commissie.

111. Het zij toegegeven: fundamentele waarde is een theoretisch begrip dat een efficiënte markt veronderstelt en dat niet volkomen objectief valt te bepalen. Hieronder moet worden verstaan de contante waarde van alle in de toekomst te verwachten uitkeringen, vastgesteld op basis van een analyse van de vennootschap en haar onderneming en van de markt waarin zij opereert.

hij van kleur verschieten en het gedrag gaan vertonen van een speculant. De kortetermijndruk wordt versterkt, doordat rationele beleggers zoals flitshandelaars inspelen op ontwikkelingen en speculeren dat de markt zich beweegt op een steeds kortere golf. Zo kan kortetermijngedrag verworden tot een zichzelf versterkend effect. Hoe groter de volatiliteit, des te groter de druk op langetermijnbeleggers om hun horizon te verkorten.

Een *event* kan hierdoor leiden tot een snelle wijziging van het aandeelhoudersbestand: aan de vraagzijde bevinden zich vooral beleggers met een kortetermijnhorizon, zulks terwijl langetermijnaandeelhouders de druk zullen voelen hun aandelen aan te bieden of mee te gaan in het activisme. De gemiddelde beleggingshorizon daalt sterk, en daarmee de tegenstelling tussen het vennootschapsbelang en het belang van de gemiddelde aandeelhouder.¹¹² ABN AMRO illustreert dit fenomeen: binnen een maand na de *dear board-letter* van TCI was naar verluidt een kwart van de aandelen van ABN AMRO in andere handen.¹¹³ Nog een maand later was de helft van het aandelenbestand ‘ververst’.¹¹⁴

Overigens moet wel worden bedacht dat niet iedere vennootschap even kwetsbaar is voor kortetermijndruk. Een vennootschap met een geconcentreerd aandelenbezit zal hiervoor in de regel¹¹⁵ weinig gevoelig zijn. Dat ligt anders voor vennootschappen met een verspreid en internationaal aandelenbezit en een liquide aandelenmarkt: dit type vennootschap is juist kwetsbaar voor de dynamiek van een *event* en kan zich bij voorbaat sterker richten naar de belangen van kortetermijnaandeelhouders.¹¹⁶ Ook de markt waarin de onderneming opereert beïnvloedt de kwetsbaarheid: een onderneming die zich beweegt in een markt die wordt gedreven door innovatie is kwetsbaarder voor kortetermijndruk dan een vennootschap die uitontwikkelde producten op de markt brengt. Tot slot moet worden bedacht dat ‘de’ lange of korte termijn niet bestaat: de lange termijn voor een ICT-onderneming is een andere dan voor een farmaceutisch bedrijf.

210 Gevolgen. Kortetermijndruk vergroot de belangentegenstellingen binnen de vennootschap: naarmate de markt op de korte termijn minder efficiënt functioneert, groeit de belangentegenstelling tussen enerzijds aandeelhouders die worden gedreven door een korte horizon en anderzijds het overstijgende belang van een succesvolle onderneming. Ook de belangentegenstelling tussen deze aandeelhouders en de overige betrokkenen (onder wie aandeelhouders met juist een lange horizon) groeit.

112. Vgl. Mayer 2013, 90 e.v. aan de hand van de overname van Cadbury door Kraft.

113. NRC Handelsblad 17 maart 2007: ‘Kwart aandelen ABN AMRO in andere handen’.

114. Strik 2007.

115. Tenzij de controlerend aandeelhouder zijn belang op korte termijn te gelde wil maken zoals PostNL als grootaandeelhouder van TNT.

116. Aldus ook Mayer 2013, 188 e.v.

Deze belangentegenstellingen kunnen het principe van *capital lock in* onder druk zetten: in nr. 2 is uiteengezet hoe het gegeven dat aandeelhouders niet eenvoudig vermogen aan de vennootschap kunnen onttrekken lotsverbondenheid creëert tussen de verschaffers van eigen vermogen. Aandeelhouders hebben als het ware als Odysseus hun handen tevoren aan de mast laten binden.¹¹⁷ Zij zijn hiertoe bereid, omdat zij weten dat hun medeaandeelhouders ‘in hetzelfde schuitje zitten’: zo creëert de lotsverbondenheid het vertrouwen dat nodig is om investeringen te doen die pas op langere termijn rendement genereren. Andere financiers, zoals obligatiehouders of banken kunnen hieraan eveneens vertrouwen ontnemen, hetgeen zich kan vertalen in gunstiger financieringsvoorwaarden. Werknemers en toeleveranciers zullen in een dergelijke omgeving eerder bereid zijn *firm-specific investments* te plegen (nr. 2).¹¹⁸ Ook voor klanten kan hetzelfde gelden, zo blijkt uit de recente transactie inzake ASML, waarbij grote klanten bereid waren langetermijninvesteringen te plegen in de vorm van gecertificeerde aandelen.

Dit systeem komt onder druk te staan wanneer aandeelhouders, gedreven door een te hoge disconteringsvoet, op de korte termijn te veel vermogen aan de vennootschap weten te onttrekken.¹¹⁹ Inderdaad blijkt uit empirisch onderzoek dat de rendementen van obligatiehouders althans in de VS negatief worden beïnvloed door succesvol offensief aandeelhoudersactivisme.¹²⁰ Dit behoeft niet te verwonderen: stel dat offensieve activisten erin slagen een eenmalig superdividend af te dwingen, dan kan dat gevolgen hebben voor de solvabiliteit, liquiditeit en het vermogen om langetermijninvesteringen te plegen.¹²¹ Zo kan kortetermijngedrag van aandeelhouders ertoe leiden dat deze aandeelhouders zichzelf een groter deel van de taart toe-eigenen zonder dat per saldo waarde wordt gecreëerd: de belangentegenstelling verwordt zo tot een bron van externaliteiten (nr. 182 en 206). Bij werknemers en bestuurders kan dit zijn weerslag hebben op intrinsieke motivatie en toewijding. Het vertrouwen dat alle betrokkenen in elkaar dienen te stellen in het belang van de onderneming wordt

117. Odysseus werd gewaarschuwd toen hij de even verlokkelijke als gevaarlijke Sirenen naderde: ‘Wie in onwetendheid nadert en de stem van de Sirenen hoort, keert nooit meer naar huis. (...) De Sirenen betoveren hem door haar helder gezang, gezeten op een weide, waar hoog opgestapeld liggen de rottende beenderen van mannen en lichamen met verschrompelde huid.’ Om zich te wapenen tegen de verlokkingen van de korte termijn liet hij zich vastbinden aan de mast van zijn schip en liet hij de oren van zijn scheepslieden insmeren met zachte was. (Homerus, *Odyssee XII*, Amsterdam: Athenaeum–Polak & Van Gennep 1989, p. 39 e.v.; vertaald door M.A. Schwartz). Vgl. Kay 2012, 14.

118. Mayer 2013, 186.

119. Mayer 2013, 185 e.v.; Stout 2012, 83 e.v.

120. Zur & Klein 2009.

121. In gelijke zin: Bolton & Samama 2012, 7. Activisme, erop gericht om een superdividend af te dwingen tast niet automatisch het investeringsvermogen aan, bijvoorbeeld wanneer zich te grote reserves ophopen, terwijl aandeelhouders nauwelijks zeggenschap hebben. Vgl. Bebchuk, Brav & Jiang 2013, op fundamentele gronden bestreden door Lipton 2013.

aangetast, wanneer één specifieke groep erin slaagt de vruchten te plukken. Inderdaad suggereert empirisch onderzoek dat de gerichtheid op aandeelhouderswaarde negatief uitwerkt op de loyaliteit van werknemers.¹²² Dit fenomeen zou zich zelfs kunnen uitstrekken tot aandeelhouders met een langetermijnstrategie: zij zouden minder snel bereid kunnen zijn te investeren, wanneer de kans groot is dat offensieve activisten waarde op korte of middellange termijn weten te ‘ontsluiten’ ten koste van het collectief en/of van andere belanghebbenden.¹²³

Bovendien kan kortetermijngedrag het duurzame succes van de onderneming in de weg staan doordat het de druk op ‘incidentenpolitiek’ vergroot: de koersontwikkeling wordt minder afhankelijk van langetermijntrends, en reageert overmatig op incidentele gebeurtenissen: volatiliteit neemt toe en versterkt zichzelf.¹²⁴

Het is inzichtelijk om in dit verband terug te keren naar Hirschmans analyse van *exit* en *voice* (nr. 10). Hirschman onderzoekt hoe *exit* en *voice* functioneren als mechanisme om verlies aan kwaliteit van aangeboden diensten of producten te herstellen; zijn analyse laat zich evenwel ook toepassen op de situatie waarin de vennootschap slecht nieuws brengt waardoor de vraag naar aandelen afneemt en het aanbod toeneemt. Van deze vraaguitval gaat volgens Hirschman een signaalwerking uit die de onderneming kan aanzetten het kwaliteitsverlies te herstellen. Hirschman betoogde dat dit *exit*-signaal echter niet altijd het beoogde resultaat heeft: de effectiviteit hangt namelijk af van de elasticiteit van de vraag:

‘If there is to be a drop in quality it is desirable that it be of the size which leads to recuperation. Evidently if demand is highly inelastic with respect to quality change, revenue losses will be quite small and the firm will not get the message that something is amiss. But if demand is very elastic, the recuperation process will not take place either, this time because the firm will be wiped out before it will have had time to find out what hit it, much less to do something about it. This is a case of “too much, too soon.” For the recuperation potential of the firm to come into play, it is therefore desirable that quality elasticity of demand be neither very large nor very small. (...) For competition (exit) to work as a mechanism of recuperation from performance lapses, it is generally best for a firm to have a mixture of *alert* and *inalert* customers. (...) [A]lthough exit of some customers is essential for bringing the mechanism into play, it is important that other

122. Stout 2012, 83 e.v.

123. Kay 2012; Stout 2012, 86 e.v. Deze hypothese vindt ondersteuning in een Amerikaans onderzoek dat beschermingsconstructies meer voorkomen naarmate de markt waarin de desbetreffende vennootschap opereert competitiever is en naarmate de vennootschap zich meer richt op activiteiten die een langetermijnrelatie met klanten en werknemers vereisen. (Cremers, Nair & Peyer 2008). Vgl. voorts AG Timmerman in zijn conclusie voor HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*) onder 3.7.15.

124. Frentrop 2012, 46.

customers remain unaware of, or unperturbed by, quality decline: if all were assiduous readers of *Consumers Reports*, or determined comparison shoppers, disastrous instability might result and firms would miss out on chances to recover from their occasional lapses.’¹²⁵

Een vergelijkbaar fenomeen kan zich voordoen indien de markt zich te zeer richt op de korte termijn: verhoudingsgewijs te grote koersuitslagen in reactie op bepaalde gebeurtenissen. Een kleine gebeurtenis kan al snel een grote dynamiek teweegbrengen. Het risico groeit dat de stabiliteit wordt aangetast, niet alleen van de effectenmarkt, maar ook van de vennootschap. Lange-termijnbeleggers kunnen welhaast worden gedwongen om hun horizon te verkorten en te reageren op incidenten. Ook een dialoog gericht op een duurzaam succesvolle onderneming wordt belemmerd wanneer zowel vennootschap als aandeelhouders telkens moeten reageren op de actualiteit. Resultaat is dat de stem van langetermijnaandeelhouders minder wordt gehoord en die van speculanten luider klinkt. De druk om de aandeelhouders op de korte termijn te plezieren groeit, terwijl het onaantrekkelijker wordt langetermijninvesteringen te plegen. In de woorden Haldane en Davies:

‘An efficient capital market transfers savings today into investment tomorrow and growth the day after. In that way, it boosts welfare. Short-termism in capital markets could interrupt this transfer. If promised returns the day after tomorrow fail to induce saving today, there will be no investment tomorrow. If so, long-term growth and welfare would be the casualty.’¹²⁶

Het wordt in dat geval minder aantrekkelijk voor beleggers met een lange horizon om hun vermogen via de aandelenbeurs te beleggen. De wereldwijd teruggelopen populariteit van de beursvennootschap zou volgens Kay, Stout en *The Economist* wel eens mede te wijten kunnen zijn aan het toegenomen kortetermijngedrag op de kapitaalmarkten.¹²⁷ Kortetermijngedrag zou zo kunnen bijdragen aan hogere kapitaalkosten. Nederland vormt overigens op deze internationale trend geen uitzondering.¹²⁸

Intussen is de vraag gerechtvaardigd in hoeverre het bovenstaande wordt gestaafd door empirisch bewijs. Haldane en Davies tonen aan dat de in de kapitaalmarkt gehanteerde disconteringsvoet inderdaad significant is gestegen, althans in het VK in de periode 1985–2004.¹²⁹ Bestuurders wegen in de

125. Hirschman 1970, 24.

126. Haldane & Davies 2011, 1.

127. Kay 2012; Stout 2012; *The Economist* 19 mei 2012: ‘The Engine that couldn’t: The endangered public company.’

128. Frentrop 2012, 16.

129. Haldane & Davies 2011; Masouros 2012, 142 met verwijzingen.

praktijk kortetermijnwinsten af tegen waardecreërende projecten in de verdere toekomst.¹³⁰ De winstverwachting op de korte termijn van analisten blijkt daarbij een belangrijke rol te spelen: veel bestuurders zien af van waardecreërende projecten, indien hierdoor de winstverwachting op de korte termijn niet zou worden gehaald. Ondanks gelijkblijvende investeringen in O&O in Frankrijk, Duitsland, het VK en de VS, zijn de totale investeringen in deze landen het afgelopen decennium duidelijk afgenomen.¹³¹

Nederland steekt hierbij ongunstig af: O&O-investeringen door bedrijven in Nederland zijn aanmerkelijk lager dan het Europees gemiddelde. Het karakter van de Nederlandse economie als diensteneconomie kan dit misschien gedeeltelijk verklaren, maar kan niet verklaren waarom O&O-investeringen in het eerste decennium van deze eeuw in absolute zin zijn afgenomen, een trend die al is ingezet ruim vóór de kredietcrisis.¹³² Aangezien de Europese O&O-trend licht stijgend is, groeit ook het relatieve verschil met het Europese gemiddelde. Volgens onderzoek van Accenture waren AEX-fondsen tussen 2007 en 2012 gemiddeld minder winstgevend dan hun buitenlandse concurrenten en groeiden zij minder hard.¹³³ Accenture wijt dit juist aan hoge aandeleninkopen en dividenduitkeringen en een achterblijvend innovatiebudget. Denk aan KPN. Niet valt uit te sluiten dat de periode van succesvol aandeelhoudersactivisme na de millenniumwisseling hieraan mede debet is geweest (zie § 9.2.2). Hoewel behoefte bestaat aan aanvullend empirisch onderzoek,¹³⁴ zijn er inmiddels zo veel aanwijzingen van kortetermijngedrag, zowel bij bestuurders als bij aandeelhouders in binnen- en buitenland, dat mag worden nagedacht over de vraag hoe dit kan worden verminderd.¹³⁵

130. Graham, Harvey & Rajgopal 2005; Van den Nieuwenhuijzen, Galle & Soppe 2010, 12.

131. Kay 2012, 14 e.v. Wang & Zhao 2012 lijken dit beeld op het eerste gezicht te weerspreken. Zij onderzochten de relatie tussen *hedge fund ownership* en investeringen in O&O en komen tot een positieve correlatie. Men dient daarbij wel te bedenken dat zij niet onderscheidden tussen activistische *hedge* fondsen (die maar een kleine minderheid vormen van het totaal aantal *hedge* fondsen) en overige *hedge* fondsen. Hun onderzoek ziet niet op de relatie tussen offensief activisme en investeringen in O&O.

132. Van der Horst e.a. 2012, 53 e.v.

133. www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/Local_Netherlands/Accenture-High-Performance-Business-Study-Onderzoeksartikel-Extended.pdf.

134. Accenture geeft maar weinig inzicht in de gehanteerde methodologie.

135. Het is van groot belang om bij empirisch onderzoek de context niet uit het oog te verliezen. In de VS, bijvoorbeeld, genieten aandeelhouders veel minder zeggenschap dan in Nederland. Naarmate bestuurders machtiger zijn, kan aandeelhoudersactivisme (zowel defensief als offensief) een nuttiger rol spelen. Recent Amerikaans empirisch onderzoek van Bebchuk, Brav & Jiang 2013 lijkt inderdaad in die richting te wijzen: zij suggereren dat offensief activisme in de VS ook op de lange termijn gunstig uitpakt. Uit hun artikel valt overigens niet af te leiden hoe zij zijn omgegaan met vennootschappen die in reactie op het activisme zijn overgenomen. Terwijl overnames in de regel op korte termijn gunstig zijn voor aandeelhouders van de doelvennootschap, zijn de resultaten van de gefuseerde vennootschap op lange termijn niet onverdeeld positief (nr. 183). Voor fundamentele kritiek

10.2.2 *Oplossingen*

211 De vele zijden van de berg. Het moge voor zich spreken dat de problematiek van het kortetermijngedrag in deze studie niet volledig in kaart valt te brengen.¹³⁶ Het onderwerp is niettemin ook voor deze studie relevant, omdat het een bron van interne belangentegenstellingen vormt. Enerzijds kan uitoefening van zeggenschap door aandeelhouders de schadelijke gevolgen van kortetermijngedrag door bestuurders mitigeren; anderzijds kunnen aandeelhouders hun zeggenschapsrechten inzetten om kortetermijnwinsten te genereren. Daarom wordt hieronder nagedacht hoe het vennootschapsrecht kan bijdragen aan een oplossing. Onder erkenning dat de definitieve oplossing daarmee niet in zicht is en dat effectievere remedies vermoedelijk elders liggen. Denk aan aanpassing van prudentiële regels die extreme diversificatie bevorderen, de afschaffing van verplichte kwartaalrapportages, kortere ketens van intermediairs, meer duidelijkheid over fiduciaire verplichtingen van intermediairs en aanpassing van de beloningstructuur van intermediairs.¹³⁷

Een remedie dat in overnamesituaties nuttig kan zijn is de versterking van de zeggenschap van aandeelhouders van de bieder (nr. 183). Anders dan aandeelhouders van de doelvennootschap hebben de aandeelhouders van de bieder immers belang bij het duurzame succes van een overname.

Binnen het kader van deze studie zie ik vier oplossingsrichtingen. Vooreerst bepleit ik een stevige bestuursautonomie (nr. 195, 198 en § 10.1).¹³⁸ De bestuursautonomie is niet slechts een defensief instrument maar stelt vooral het bestuur in staat zelf een langetermijnstrategie te ontwikkelen, uit te dragen en uit te voeren. Een goed onderbouwde en uitgevoerde langetermijnstrategie

op Bebchuk, Brav & Jiang 2013; Lipton 2013. Ook indien deze kritiek niet steekhoudend is, dan vallen de bevindingen van Bebchuk, Brav & Jiang 2013 niet zonder meer te extrapoleren naar Nederland. De verschillen in zeggenschap tussen aandeelhouders in de VS en in Nederland zijn daarvoor te groot.

136. Het probleem heeft bijvoorbeeld ook fiscale aspecten. In veel landen worden eigen en vreemd vermogen ongelijk behandeld: terwijl kosten van vreemd vermogen (rente) aftrekbaar zijn, worden de kosten van eigen vermogen (dividend) belast. Financiering met vreemd vermogen wordt hierdoor gestimuleerd. Aangezien bij de verschaffing van vreemd vermogen de baat voor de kost uitgaat, kan overmatige financiering met vreemd vermogen samenhangen met kortetermijngedrag. Naarmate de vennootschap bovendien meer met vreemd vermogen is gefinancierd, kunnen aandeelhouders eerder geneigd zijn externaliteiten aan andere betrokkenen op te leggen (nr. 182 en 206). In combinatie met sterke kortetermijnkrachten op de aandelenmarkten kan de vennootschap hierdoor worden aangezet tot overmatig risicovol beleid. Vgl. Mayer 2013, 169 e.v.

137. Zie ook Kay 2012. Ook de *financial transaction tax* wordt als mogelijk remedie genoemd.

138. Anders Bebchuk 2013 die evenwel uitgaat van de Amerikaanse situatie waarin aandeelhouders minder macht hebben dan in Nederland; bovendien klaagt hij over gebrek aan empirische onderbouwing, maar noemt niet de empirische studies die wel aanwezig zijn. Voorts neemt hij de mogelijkheid van externaliteiten die door offensieve activisten kan worden opgelegd niet in aanmerking.

vormt het beste middel tegen kortetermijndruk: een duidelijke langetermijnstrategie schrikt kortetermijnactivisten af, terwijl, omgekeerd een onzeker bestuur met een onduidelijke lijn een kwetsbare prooi vormt.¹³⁹ In de tweede plaats moet worden voorkomen dat van de bezoldiging van bestuurders een kortetermijnprikkel uitgaat. Daarbij denk ik aan een verhoudingsgewijs hoger vast salaris,¹⁴⁰ de verplichting van bestuurders om aandelen in beginsel vast te houden tot bijvoorbeeld twee jaar na hun vertrek en beloning van bestuurders mede in schuldpapieren (nr. 184).

Ten derde kan worden gezocht naar mogelijkheden om de aandeelhoudersbasis van vennootschappen voldoende schokbestendig te maken tegen de dynamiek van een *event* en de invloed die hiervan *ex ante* kan uitgaan. In de vierde plaats kan worden getracht om de invloed te versterken van die aandeelhouders die naar verwachting zijn gericht op het duurzame van de onderneming (hierna korthedshalve: kernaandeelhouders). In de regel zal het daarbij gaan om langetermijnaandeelhouders met een substantieel, maar geen controlerend belang.¹⁴¹ Hieronder volgen enkele instrumenten die het aandeelhoudersbestand schokbestendiger kunnen maken.

212 Een schokbestendig aandeelhoudersbestand. Een beurs-NV kan haar aandeelhoudersbestand vanzelfsprekend niet bepalen. Toch kan een heldere strategie en een goed *investor relations*-beleid wel degelijk van invloed zijn op het aandeelhoudersbestand.¹⁴²

Hieruit vloeit voort een *investor relations*-beleid dat zich vooral richt op individuele beleggers, zowel op bestaande als gewenste kernaandeelhouders, en minder op de markt als geheel.¹⁴³ Vanuit het vennootschapsbelang geredeneerd zal vooral behoefte bestaan aan externe kernaandeelhouders met een geconcentreerde portefeuille. Een geconcentreerde portefeuille bevordert immers een actieve kritische opstelling en, zeker wanneer het gaat om een grote belegger, een langetermijnhorizon.¹⁴⁴ Tegelijk moet worden erkend dat een geconcentreerde portefeuille de aandeelhouder kan blootstellen aan hogere risico's dan

139. Vgl. Strik 2007.

140. Dit vermindert de *focusing illusion* van bestuurders op bonussen en bevordert de intrinsieke motivatie en objectieve houding. Ik hecht geen groot gewicht aan het tegenargument dat variabele beloning kan 'mee-ademen' met de resultaten. Zo groot is de invloed van beloning op de resultaten doorgaans nu ook weer niet.

141. Overigens kunnen onder bijzondere omstandigheden zelfs de belangen van deze aandeelhouders strijdig zijn met het vennootschapsbelang (Fried 2013).

142. Rock 2012 en Van den Nieuwenhuijzen, Galle & Soppe 2010 spreken in dit verband van *shareholder eugenics*, respectievelijk *shareholder management*. Vgl. voorts Strik 2007.

143. Kay 2012, 63 e.v.

144. Een grote belegger met een geconcentreerde portefeuille kan immers minder eenvoudig zijn aandelen zonder koersdruk verkopen. De beperkte *exit*-mogelijkheden op de korte termijn leiden tot een meer betrokken opstelling en langetermijnhorizon.

een versnipperde portefeuille. Deze kunnen worden beperkt door de zeggenschap van dergelijke aandeelhouders te vergroten. Het eenvoudigst geschiedt dit langs informele weg. De selectie- en benoemingscommissie van de RvC zou zich bijvoorbeeld kunnen openstellen voor suggesties van kernaandeelhouders over mogelijke kandidaat-bestuurders of -commissarissen.¹⁴⁵ Het bestuur kan ook duidelijk aan de markt communiceren dat het bereid is met kernaandeelhouders het gesprek aan te gaan over de strategie. Er bestaat m.i. geen tegenstelling tussen enerzijds een sterk autonoom bestuur en anderzijds de consultatie door het bestuur van de aandeelhouders wier duurzame verbinding aan de vennootschap het vennootschapsbelang dient. Onverminderd de eigen verantwoordelijkheid van het bestuur ten aanzien van de strategie kan het bestuur uitdragen dat het vooral zal luisteren naar deze kernaandeelhouders.¹⁴⁶ Dat betekent niet dat het bestuur iedere dialoog met kortetermijnbeleggers uit de weg moet gaan; wel dat het helder communiceert welke belangen in zijn afwegingen zwaar en minder zwaar zullen wegen.

Vanuit het perspectief van het gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) zie ik geen onoverkomelijke bezwaren. Wanneer het bestuur voldoende aannemelijk kan maken dat de belangen van bepaalde aandeelhouders parallel lopen aan die van de vennootschap, dan bestaat er voldoende objectieve rechtvaardiging om juist met die aandeelhouders het gesprek aan te gaan.¹⁴⁷ Omgekeerd: wanneer het bestuur kan onderbouwen dat de belangen van een bepaalde aandeelhouder juist conflicteren met die van de vennootschap, dan kan daarin voldoende objectieve rechtvaardiging worden gevonden om deze aandeelhouder minder te betrekken in een dialoog; althans, om aan de belangen van deze aandeelhouder minder gewicht toe te kennen.

Mits het besluitvormingsproces over de behandeling van aandeelhouders zorgvuldig wordt doorlopen komt het bestuur daarin een discretionaire bevoegdheid toe.¹⁴⁸ Een objectieve rechtvaardigingsgrond vergt daarom een helder beleid, opdat de vennootschap niet kwetsbaar wordt voor verwijten van willekeur. In dit verband valt inspiratie te putten uit een rapport van een Britse werkgroep van institutionele beleggers.¹⁴⁹ Deze stelt voor om verschillende gradaties van

145. Vgl. Kuijpers 2011 die voorstellen doet op basis van het Zweedse model van nominatiecommissies, bestaande uit (groot-)aandeelhouders.

146. Vanzelfsprekend zal daarbij zorgvuldig moeten worden omgegaan met het delen van koersgevoelige informatie (vgl. nr. 201; Raaijmakers 2012, 66 e.v.; Strik 2007).

147. Vgl. HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 m.nt. Ma (*Verenigde Bootlieden*). Op de dialoog buiten de AVA is art. 4 Richtlijn Aandeelhoudersrechten niet van toepassing. Art. 4 geldt slechts voor 'wat de deelneming aan en de uitoefening van stemrechten in de algemene vergadering betreft.' Uit HvJEU 15 oktober 2009, *NJ* 2010, 81 m.nt. MRM (*Audiolux*) valt m.i. af te leiden dat het bereik van art. 4 Richtlijn Aandeelhoudersrechten niet extensief moet worden geïnterpreteerd.

148. Aldus ook Raaijmakers 2012, 48.

149. ISWP 2012; vgl. voorts ISWP 2013.

betrokkenheid te ontwikkelen en om van beleggers te verlangen hierover openheid te betrachten. De criteria die deze werkgroep voorstelt zouden behulpzaam kunnen zijn bij het ontwikkelen van een beleid aan de hand waarvan de vennootschap bepaalt of zij een aandeelhouder meer of minder in haar dialoog betreft. Ik zie bijvoorbeeld een voldoende objectieve rechtvaardigingsgrond voor een intensievere dialoog met een belegger die voldoet aan de volgende criteria:¹⁵⁰

- de belegger houdt een geconcentreerde portefeuille aan (of, indien hij een verspreide portefeuille beheert, de aandelen maken deel uit van een gedeelte van de portefeuille dat wordt gekenmerkt door een actief *engagement*-beleid);
- de belegger onderschrijft de *stewardship code* of een daaraan gelijkwaardig document, legt uit van welke bepalingen hij afwijkt en waarom. Idealiter legt de belegger bij afwijking ook uit welke oplossing hij heeft gevonden in plaats van de desbetreffende *best practice* en waarom hij de voorkeur geeft aan het alternatief;
- de belegger is niet gericht op eenmalige baten of kortetermijnwinst, maar hanteert een *engagement*-beleid dat is gericht op duurzame betrokkenheid, op een continue dialoog, ook buiten het AVA-seizoen, en op het succes van de onderneming;
- de belegger leent geen aandelen uit rondom de registratiedatum en houdt geen *short*-posities aan in de vennootschap of in de desbetreffende sector;
- de belegger integreert zijn milieu-, sociaal en governance-beleid volledig in het *investment management*;
- de belegger ziet erop toe dat er geen tegenstrijdige belangen ontstaan, noch in de beleggingsketen, noch tussen de vennootschap en de belegger zelf;
- de belegger legt jaarlijks inzichtelijk verantwoording af over zijn stemgedrag en de uitvoering van zijn *engagement*-beleid.

Van beleggers die voldoen aan een dergelijk profiel valt m.i. redelijkerwijs te verwachten dat zij hun zeggenschapsrechten zorgvuldig aanwenden en tijd kunnen vrijmaken voor de dialoog. Terwijl hun belangen grotendeels zullen samenvallen met die van de vennootschap, valt voorts een kritische opstelling te verwachten. Daarmee is m.i. een voldoende objectieve rechtvaardigingsgrond aanwezig om vooral met deze beleggers de dialoog aan te gaan en hun belangen zwaarder te doen wegen dan belangen van aandeelhouders die niet

150. Vanzelfsprekend dient de vennootschap niet op voorhand haar poorten te sluiten voor aandeelhouders die niet aan onderstaand profiel voorstaan. Integendeel, de bestuurstaak kan juist meebrengen dat het bestuur een dialoog aangaat met aandeelhouders die hieraan niet voldoen, bijvoorbeeld indien een aandeelhouder een nieuwe bestuurders wil benoemen onder uitoefening van het agenderingsrecht. Vgl. OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*).

voldoen aan dit profiel. Vanzelfsprekend past hier geen zwart/wit-benadering en zal de ene belegger meer, de andere minder aan het profiel voldoen. Aan deze glijdende schaal valt recht te doen door de ene belegger meer, de andere minder in de dialoog te betrekken.

Een dergelijk beleid vormt bovendien een passend antwoord op aandeelhouders die een betrokken rol nastreven. De vennootschap bevordert daarmee dat beleggers een langetermijnbeleggingsstrategie ontwikkelen. Tegelijk kan het creëren van een vertrouwensrelatie de kwetsbaarheid voor offensief activisme verminderen. Voordeel boven de hieronder te bespreken varianten van loyaliteitsaandelen is tot slot dat het bestuur bevoegd is zonder statutenwijziging.

Er zijn nog tal van andere instrumenten die een stabiele aandeelhoudersbasis bevorderen. Een creatief voorbeeld biedt ASML, bouwer van machines voor de chip-industrie. De innovatieve markt waarin ASML opereert vereist hoge O&O-investeringen en wordt gekenmerkt door nauwe samenwerking met een klein aantal grote klanten. Evenals ASML hadden haar klanten belang bij het zekerstellen van voldoende kapitaal zodat een innovatieve strategie lange tijd zou zijn gegarandeerd. Deze belangenparalellie wist ASML te verzilveren door haar klanten te verleiden in de vennootschap te investeren. De zelfstandigheid van de vennootschap werd gewaarborgd door certificering van de nieuw uitgegeven aandelen; de klanten werden certificaathouders.¹⁵¹ Een deel van de investering werd aan de bestaande aandeelhouders teruggegeven via een aandeleninkoop.

In het buitenland zijn andere voorbeelden te noemen die een vergelijkbaar resultaat bewerkstelligen. Zo hebben bijvoorbeeld Google en LinkedIn verschillende soorten aandelen waaraan verschillend stemrecht is verbonden. Piramideconstructies kunnen ook leiden tot vermindering van kortetermijndruk. Daarbij moet vanzelfsprekend het nadeel onder ogen worden gezien dat aan dergelijke instrumenten is verbonden, namelijk dat controlerende aandeelhouders deze instrumenten in hun eigen belang kunnen gebruiken ten koste van minderheidsaandeelhouders (nr. 9). Dit nadeel noopt tot waakzaamheid en voorzichtig gebruik, niet tot categorische afwijzing. Heineken laat bijvoorbeeld zien dat een piramideconstructie niet in de weg hoeft te staan aan een succesvol ondernemingsbeleid. Van geval tot geval dienen de voor- en nadelen tegen elkaar te worden afgewogen.

213 Loyaliteitsaandelen. Ook verschillende varianten van loyaliteitsaandelen kunnen worden ingezet om de vennootschap minder kwetsbaar te maken voor kortetermijndruk. Loyaliteitsaandelen zijn in Nederland in diskrediet geraakt toen aandeelhouders de introductie van loyaliteitsdividend van

151. Persbericht ASML 9 juli 2012 (www.asml.com).

DSM met succes wisten te dwarsbomen.¹⁵² Als gevolg van het verzet van beleggers¹⁵³ bestaat er onder beursvennootschappen weinig animo om de nek uit te steken. Bij deze stand van zaken heeft de – reeds overbelaste – wetgever evenmin behoefte om de handschoen op te nemen. Opvallend genoeg is de laatste jaren juist vanuit de Anglo-Amerikaanse hoek de interesse sterk gegroeid.¹⁵⁴ De Europese Commissie heeft 2013 een consultatie over de wenselijkheid van loyaliteitsaandelen geopend.¹⁵⁵ Reden om de verschillende varianten van loyaliteitsaandelen op hun inhoudelijke merites te beoordelen.

Eerst een opmerking over het begrip *loyaliteit*. Men zou hierin een waardeoordeel besloten kunnen zien: er zouden ‘loyale’ en ‘trouweloze’ aandeelhouders bestaan: de ene groep zou ‘beloond’ moeten worden ten koste van de andere. Deze betekenis van loyaliteit is kwetsbaar voor de kritiek dat alle aandeelhouders hun aandelen in hun eigen belang verwerven en dienovereenkomstig hun rechten mogen uitoefenen; of voor de tegenwerping dat aandeelhouders die hun aandelen niet registreren niet loyaal zouden zijn.

Loyaliteit heeft hier echter de moreel neutrale betekenis die Hirschman eraan heeft gegeven. Hirschman zet uiteen dat *exit* en *voice* beide disciplineringsmethoden zijn waarbij de een slechts effectief is dankzij de ander. Wanneer in een bepaalde markt de *exit*-optie eenvoudig beschikbaar is, verliest het instrument van *voice* veel van zijn kracht.¹⁵⁶ Deze situatie doet zich inderdaad voor op de huidige effectenmarkten, zo meen ik met Kay: *‘[T]he structure and regulation of equity markets today overwhelmingly emphasise exit over voice and this has often led to shareholder engagement of superficial character and low quality.’*¹⁵⁷

152. OK 28 maart 2007, *JOR* 2007, 118 m.nt. Brink (*DSM*). De door AG Timmerman ingestelde vordering tot cassatie in het belang der wet kon daaraan niets meer veranderen. Zie HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 m.nt. Ma; *JOR* 2008, 11 m.nt. Doorman (*DSM*).

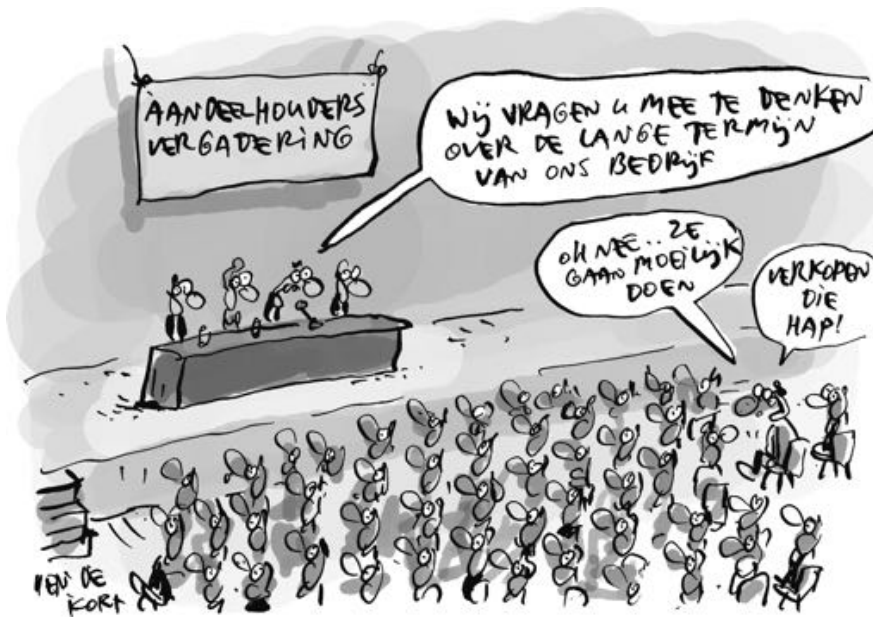
153. Eumedion 2010, 15. Enkele veronderstellingen waarop Eumedion haar afwijzing grondt worden weerlegd door Ginglinger & Hamon 2012 die uitvoerig empirisch onderzoek hebben gedaan naar loyaliteitsstemrecht in Frankrijk waar veel beursvennootschappen loyaliteitsaandelen kennen (nr. 214).

154. Barton 2011; Dallas 2011, 349 e.v.; The Economist 24 november 2012, ‘Taking the long view’; Fox & Lorsch, 2012, 56 e.v.; Haldane & Davies 2011, 15; Rock 2012, 900; Wong 2013; House of Commons (BIS Committee) 2013, 52 e.v.

155. *Green Paper Long-Term Financing of the European Economy* (Com (2013) 150/2).

156. Hirschman 1970, 43; 76.

157. Kay 2012, 21; voorts p. 10.



Met dank aan Hein de Kort.

Wanneer de *exit*-optie te frequent wordt gebruikt, wordt *exit* als discipline-ringsinstrument niet alleen bot (doordat de ene kortetermijnbelegger zijn aandelen vervreemdt aan de andere), maar kan het ook leiden tot instabiliteit en, in het verlengde daarvan, kortetermijngedrag (nr. 210). Hirschman heeft daarom het concept van loyaliteit geïntroduceerd als instrument om *voice* te versterken door *exit* uit te stellen. Loyaliteit is volgens hem ‘*a force which, in the act of postponing exit, strengthens voice and may thus save firms and organizations from the dangers of excessive or premature exit.*’¹⁵⁸ In vennootschapsverhoudingen kan het concept van loyaliteit een vertrouwensrelatie stimuleren die een dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders kan verbeteren.¹⁵⁹

158. Hirschman 1970, 92. Vgl. ook Bootsma 2013a en 2013b. Schouten 2010 wijst er weliswaar, onder aanhaling van Hirschman 1970, 92 terecht op dat ‘*it must be realized that loyalty-promoting institutions and devices are not only uninterested in stimulating voice at the expense of exit: indeed they are often ment to repress voice alongside exit.*’ Een dergelijke situatie doet zich echter slechts voor indien er nauwelijks exit-mogelijkheden bestaan. In een omgeving waarin *exit* alom overheerst, behoeft voor deze bijwerking niet te worden gevreesd. Zie voorts mijn reactie op Schouten 2010, alsmede diens naschrift in *Ondernehmensrecht* 2010/152 en 2010/153.

159. Bootsma 2013b, 13.

Loyaliteits aandelen beogen kortom de verstoorde balans tussen *exit* en *voice* te herstellen ten gunste van *voice*. Zij introduceren twee prikkels om een *exit* uit te stellen en om *voice* te stimuleren. Ten eerste verlenen zij aandeelhouders een ‘extraatje’ dat niet te gelde kan worden gemaakt bij vervreemding. In de tweede plaats moet de aandeelhouder zijn aandelen dikwijls registreren, waardoor hij zijn aandelen slechts met enige vertraging kan vervreemden. De verwachting is voorts dat zeggenschap wordt uitgeoefend met het oog op het langetermijnbelang, omdat de beloning pas na enige tijd geschiedt. Zo beogen de verschillende ‘loyaliteitsinstrumenten’ de *voice* van juist die aandeelhouders te stimuleren, van wie verondersteld wordt dat hun belang min of meer samenvalt met dat van de vennootschap. Met een kleine barrière tegen een snelle *exit* hoopt de vennootschap een type belegger aan te trekken dat zich minder snel gevoelig betoont voor de dynamiek van een *event*. De vennootschap hoopt daarmee niet alleen de kwetsbaarheid voor *events* te verminderen, maar ook de kans daarop te verminderen. Tegelijk wordt de dialoog met aandeelhouders die hun aandelen registreren vereenvoudigd, doordat aandeelhouders hun anonimiteit prijsgeven.¹⁶⁰

De verschillende ‘loyaliteitsinstrumenten’ stoelen dus niet op een waardeoordeel over deze of gene aandeelhouder: zij miskennen niet dat zowel korte-als termijn aandeelhouders ieder een eigen functie vervullen. Kortetermijn aandeelhouders bevorderen de liquiditeit en *exit* als disciplineringsinstrument; het risico op kortetermijn gedrag is bij deze groep anderzijds bepaald aanwezig. De *voice* van langetermijn aandeelhouders zal in de regel meer in lijn zijn met het vennootschapsbelang dan die van kortetermijn aandeelhouders, terwijl langetermijn aandeelhouders anderzijds minder bijdragen aan een liquide aandelenmarkt. Gelet op de voor- en nadelen die aan beide groepen aandeelhouders verbonden zijn, komt het aan op het zoeken naar de juiste balans. Wanneer, zoals onder de huidige marktomstandigheden, *exit* met als bijbehorend nadeel kortetermijn gedrag, te veel overheerst, kunnen loyaliteits aandelen eraan bijdragen dat de balans weer wordt hersteld.¹⁶¹

Nog weinig bekendheid genieten de door Bolton en Samama uitgewerkte *L-shares* en *L-warrants* (afgeleid van *loyalty shares* en *loyalty warrants*).¹⁶² Deze beogen de aandeelhouder een belang te geven bij de toekomstige aandelenkoers, een belang dat verdwijnt wanneer de aandeelhouder zijn aandelen tussentijds vervreemdt. Bolton en Samama stellen voor dat vennootschappen een *call*-optie (*L-warrant*) uitgeven aan aandeelhouders die hun

160. Stuit dit laatste motief op overwegende bezwaren, dan bieden Bolton & Samama 2012, 30 e.v. een alternatief voor het geval de introductie van loyaliteits aandelen gepaard gaat met een emissie. Aan de aandelen van een aandeelhouder die op termijn in aanmerking wil komen voor loyaliteitsdividend (of –stemrecht) kan een aparte ISIN-code worden toegerekend; draagt de aandeelhouder zijn aandelen over, dan wordt de ISIN-code veranderd in de gewone ISIN-code die geldt voor niet-geregistreerde aandelen.

161. In vergelijkbare zin Bootsma 2013a en 2013b.

162. Bolton & Samama 2012. Hierover ook Bootsma 2013b en Masouros 2012, 311 e.v.

aandelen twee of drie jaar willen vasthouden. In deze periode, de *loyalty period*, kan de optie niet worden vervreemd. Wel kan het aandeel worden verkocht, maar dit leidt ertoe dat het optierecht vervalt. Vervolgens breekt de uitoefenperiode aan, gedurende welke het optierecht kan worden vervreemd of uitgeoefend. Bolton en Samama stellen verschillende varianten voor aan de hand waarvan de uitoefenprijs wordt vastgesteld, bijvoorbeeld de koers ten tijde van het verlenen van het optierecht of de laagste of gemiddelde koers gedurende de *loyalty period*. In geval van een openbaar bod tijdens de *loyalty period* stellen zij voor dat de *L-warrant* onmiddellijk kan worden uitgeoefend.

Doordat *L-warrants* pas na verloop van tijd kunnen worden uitgeoefend en hun waarde verliezen bij vervreemding tijdens de *loyalty period*, bevorderen zij dat aandelen langere tijd worden aangehouden. Doordat de *exit*-optie aan aantrekkelijkheid inboet, zullen aandeelhouders geneigd zijn om meer gebruik te maken van het stemrecht. Zij zullen er bovendien belang bij hebben om daarbij een langetermijnperspectief te hanteren: de *L-warrants* kunnen immers pas na afloop van de *loyalty period* worden verzilverd, terwijl de winst voor aandeelhouders afhankelijk is van de koers ten tijde van de uitoefening.¹⁶³

Vergelijkbare overwegingen liggen ten grondslag aan het loyaliteitsdividend dat geregistreerde aandeelhouders na twee of drie jaar een extra dividend van bijvoorbeeld 10% biedt. Het extra dividend voor de loyaliteitsaandeelhouders gaat ten koste van dat van de aandeelhouders die hun aandelen niet hebben willen registreren. Dat is ook de bedoeling van het instrument: door waardeoverdracht van niet-geregistreerde aandeelhouders aan geregistreerde langetermijnaandeelhouders beoogt het loyaliteitsdividend een verschuiving van het aandeelhoudersbestand.

Van het loyaliteitsdividend gaat een beperkte stemprikkel uit door de kleine barrière tegen snelle vervreemding en doordat het dividendvoordeel bij vervreemding niet te gelde kan worden gemaakt. Voorts nodigt het instrument uit tot stemmen doordat het financiële belang per aandeel stijgt. De prikkel tot *free riding* wordt hierdoor enigszins verminderd: per aandeel staat er voor de loyaliteitsaandeelhouder een groter financieel belang op het spel. Spiegelbeeldig introduceert het een kleine tegenovergestelde prikkel voor aandeelhouders zonder loyaliteitsdividend: hun prikkel tot *free riding* groeit navenant doordat er voor hen financieel minder op het spel staat.

Tegelijk moet worden toegegeven dat deze prikkels tot stemmen maar zeer beperkt zijn en dat in zoverre vraagtekens bij de effectiviteit vallen te plaatsen. Ook volledig passieve aandeelhouders die hun aandelen registreren worden

163. Wel moet onder ogen worden gezien dat de aandeelhouder die op de korte termijn zijn optie wil uitoefenen kortetermijngedrag kan gaan vertonen. Dit neveneffect valt te neutraliseren door de duur van de uitoefenperiode niet te beperken of door op regelmatige basis *L-warrants* uit te geven.

immers beloond. Het instrument lijkt vooral gericht op verbeterde communicatie met aandeelhouders, op een meer schokbestendig aandeelhoudersbestand en, *ex ante*, op het voorkomen van een *event*.

Loyaliteitsdividend kan aan effectiviteit winnen wanneer vanaf het moment van registratie tevens een stembonus aan de geregistreerde aandeelhouders wordt gegeven: een financiële vergoeding voor het uitbrengen van een stem (ook wel stemdividend of *attendance fee*). Daardoor worden geregistreerde aandeelhouders vanaf het begin geprikkeld om te stemmen, terwijl aannemelijk is dat zij, gelet op het op termijn ontvangen van een extra dividend, een langere horizon zullen hanteren.

Meer dan het loyaliteitsdividend bewerkstelligt het loyaliteitsstemrecht dat de stem van langetermijnaandeelhouders sterker doorklinkt.¹⁶⁴ Ten eerste geschiedt dit door de extra stemmen die op een aandeel kunnen worden uitgebracht door aandeelhouders die hun aandelen twee of drie jaar hebben geregistreerd.¹⁶⁵ In de tweede plaats oefent het loyaliteitsstemrecht een met het loyaliteitsdividend vergelijkbare, maar sterkere invloed uit op de *free rider*-problematiek. De kans op de door deze aandeelhouder gewenste uitkomst van de stemming wordt immers als gevolg van de extra stemrechten vergroot zodat deze eerder geneigd zal zijn een stem uit te brengen. Omgekeerd stijgt de kans dat andere aandeelhouders wel zullen *free riden*: de extra stemrechten hebben immers tot gevolg dat het aantal stemmen dat ter vergadering kan worden uitgebracht stijgt. Dit extra aantal stemmen komt uitsluitend toe aan de langetermijnaandeelhouders, terwijl bovendien verwacht mag worden dat het opkomstpercentage onder hen zal stijgen. Hierdoor daalt het relatieve stembelang van de overige aandeelhouders. De kans op succes neemt voor hen af. De verschuiving van de *free rider*-problematiek kan vervolgens de aantrekkelijkheid van het aandeel voor beleggers met een lange horizon vergroten en de aantrekkelijkheid voor activisten die kortetermijnwinst beogen verkleinen. In de derde plaats is de verwachting gewettigd dat de aandeelhouders die hun aandelen registreren en daarmee een zekere barrière voor vervreemding accepteren ook daadwerkelijk van plan zijn om te stemmen.

Doordat de stemprikkel van loyaliteitsstemrecht aanmerkelijk groter is dan van loyaliteitsdividend, valt het loyaliteitsstemrecht vanuit *governance*-oogpunt te prefereren boven loyaliteitsdividend. Tegelijk is de vraag gewettigd of het

164. In De Jongh 2009b ben ik uitvoeriger ingegaan op de merites van het loyaliteitsstemrecht. Van Olffen 2013 geeft details over de eerste invoering van het loyaliteitsstemrecht.

165. De extra stemrechten kunnen op verschillende manieren worden gecreëerd. Bijvoorbeeld door conversie in een aandeel met een hogere nominale waarde of door uitgifte van een extra aandeel waaraan nauwelijks winstrecht is verbonden. Draagt de loyaliteitsaandeelhouder zijn belang over, dan zal hij zijn loyaliteitsaandeel eerst moeten converteren in een aandeel met de normale nominale waarde, en/of zal hij zijn loyaliteitsaandeel om niet aan de vennootschap moeten overdragen.

instrument voor beleggers voldoende aantrekkelijk is om de aandelen te registreren. Een combinatie van loyaliteitsstemrecht en –dividend zou een oplossing kunnen zijn door een financiële vergoeding te bieden voor de verminderde verhandelbaarheid.¹⁶⁶ Ook zou het loyaliteitsstemrecht kunnen worden gecombineerd met een stemvergoeding vanaf het moment van registratie van de aandelen. Deze geeft een financiële compensatie voor de verminderde liquiditeit en biedt een financiële prikkel om te stemmen. Daarmee wordt ook het argument tegen loyaliteitsstemrecht ondervangen, dat het een *ex post*-beloning vormt, terwijl de uitoefening van het stemrecht *ex ante* geschiedt.¹⁶⁷ Een stemvergoeding voor aandeelhouders die hun aandelen registreren teneinde op termijn extra stemrechten te krijgen biedt een directe financiële compensatie in ruil voor verminderde liquiditeit, bevordert een aandeelhoudersbestand dat meer op de lange termijn is gericht en bevordert tegelijk het stemmen door langetermijnaandeelhouders.¹⁶⁸

214 Bezwaren tegen loyaliteitsaandelen. Institutionele beleggers hebben zich gekeerd tegen loyaliteitsaandelen, onder andere omdat deze een negatieve uitwerking zouden hebben op de liquiditeit.¹⁶⁹ Deze stelling wordt niet bevestigd door Frans empirisch onderzoek naar de liquiditeit van tal van vennootschappen die loyaliteitsstemrecht hebben ingevoerd.¹⁷⁰ bij vennootschappen met een (semi-)geconcentreerd aandelenbezit blijkt het loyaliteitsstemrecht

166. De Jongh 2009b, 449.

167. Vgl. Bootsma 2012; Mayer 2013, 208 e.v.

168. Er zijn nog andere voorstellen in dezelfde lijn gedaan. Van den Nieuwenhuijzen, Galle & Soppe 2010 suggereren om alleen stemrecht toe te kennen aan aandeelhouders die ten minste een half jaar aandeelhouder zijn. Hoewel dit voorstel vanuit het oogpunt van kortetermijngedrag wel eens effectiever zou kunnen zijn dan loyaliteitsaandelen, zie ik onder het geldende recht een probleem; de auteurs suggereren dit overigens zelf ook. De tweede volzin van art. 2:118 lid 1 BW, gelezen in samenhang met de eerste volzin en met art. 2:81 BW moet m.i. zo worden uitgelegd, dat onder een verplichting, bedoeld in art. 2:118 BW, niet wordt begrepen een verplichting waaraan een aandeelhouder (tijdelijk) niet *kan* voldoen. Ook moet worden onderzocht hoe het voorstel zich verhoudt tot het gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW en art. 4 Richtlijn Aandeelhoudersrechten); bevinden de ‘nieuwe’ aandeelhouders zich hier in identieke omstandigheden als de ‘oude’ aandeelhouders? Zo ja, is er dan voldoende rechtvaardiging voor ongelijke behandeling? Ook moet art. 11 lid 3 en 4 Overnamerichtlijn in ogenschouw worden genomen. Vgl. voorts Mayer 2013 die voorstelt om het stemrecht afhankelijk te maken van het aantal jaren gedurende welke een aandeelhouder zich tevoren committeert om aandeelhouder te blijven.

169. Eumedion 2010, 15; Rients Abma in het Financieel Dagblad van 27 mei 2013.

170. Ginglinger & Hamon 2012. Het onderzoek betreft Franse vennootschappen, die op grote schaal gebruik maken van loyaliteitsstemrecht. In dit onderzoek is de liquiditeit onderzocht van vennootschappen met een geconcentreerd en een gespreid aandelenbezit, zowel met als zonder loyaliteitsstemrecht. Onder een gecontroleerde vennootschap verstaan zij een vennootschap met een aandeelhouder die al dan niet onder gebruikmaking van een piramideconstructie of loyaliteitsstemrecht ten minste 20% van de stemmen kan uitbrengen.

juist een positieve uitwerking op de liquiditeit te hebben: de liquiditeit van gecontroleerde vennootschappen met loyaliteitsstemrecht is groter dan bij een gecontroleerde vennootschap zonder loyaliteitsstemrecht.¹⁷¹ Alleen bij vennootschappen met een zeer gespreid aandelenbezit (*free float* van meer dan 80%) verdwijnt deze positieve invloed op de liquiditeit.¹⁷²

Empirisch onderzoek naar de liquiditeitsgevolgen van loyaliteitsdividend is mij niet bekend. Indien de veronderstelling dat loyaliteitsdividend leidt tot verminderde liquiditeit juist is – loyaliteitsdividend beoogt immers een stabielere aandeelhoudersbasis te bevorderen – dan volgt hieruit niet dat het instrument *a priori* moet worden verworpen. Het risico van uitdrogende liquiditeit valt immers eenvoudig te temperen door in de statuten te bepalen dat het extra aan loyaliteitsaandeelhouders uit te keren dividend een bepaald percentage van het in totaal uitgekeerde dividend niet te boven kan gaan. De dividendbonus per aandeel slinkt in dat geval naarmate meer aandelen zijn geregistreerd; hierdoor kan vooraf worden voorkomen dat de koersvorming in gevaar komt of dat de balans tussen *exit* en *voice* ten gunste van de laatste doorslaat.

Daarbij moet niet worden vergeten dat niet slechts lage liquiditeit de volatiliteit kan aanwakkeren, maar ook een te hoge liquiditeit: een te hoge liquiditeit verlaagt de kosten van kortetermijnspeculanten en kan zo leiden tot overmatige volatiliteit. Niet onder alle omstandigheden moet kortom een hogere liquiditeit worden nagestreefd.¹⁷³

Ook wordt aangevoerd dat de proportionaliteit tussen financieel belang en dividend, respectievelijk stemrecht worden doorbroken.¹⁷⁴ Dit is juist. Vervolgens is de vraag in hoeverre dit bezwaarlijk is. Er bestaan ook andere instrumenten die de proportionaliteit tussen financieel belang en dividend doorbreken, zoals preferente aandelen of andere financieringsinstrumenten op de grens tussen eigen en vreemd vermogen. Aangezien het vennootschapsrecht hier veel vrijheid biedt, terwijl het loyaliteitsdividend maar een beperkte afwijking van het proportionaliteitsbeginsel behelst, ben ik niet geneigd om aan dit bezwaar groot gewicht toe te kennen.

Aan een strikte proportionaliteit tussen aandeel en stemrecht (*één aandeel, één stem*) ligt de gedachte ten grondslag dat de invloed van een aandeelhouder afhankelijk dient te zijn van zijn financiële belang. Deze gedachte kan worden gestoeld op het eigen belang van de aandeelhouder. Voorts wordt het beginsel

171. Ginglinger & Hamon 2012, 82 e.v. Een mogelijke verklaring is dat de *free float* bij gecontroleerde vennootschappen met loyaliteitsstemrecht gemiddeld groter is dan bij gecontroleerde vennootschappen zonder loyaliteitsstemrecht.

172. Ginglinger & Hamon 2012, 82.

173. Haldane 2010, 12.

174. Vgl. Easterbrook & Fischel 1991, 72 e.v., alsmede nr. 178.

één aandeel, één stem verdedigd op basis van een rechtseconomische redenering dat deze wijze van verdeling van het stemrecht tot de meest efficiënte resultaten leidt (nr. 178).

Het Nederlandse recht kent alleen de strikte proportionaliteit tussen aandeel en stem wanneer de aandelen een gelijke nominale waarde hebben (art. 2:118 lid 2 BW). Vanuit het beginsel dat invloed evenredig dient te zijn aan belang ligt bij een ongelijke nominale waarde juist niet voor de hand dat op ieder aandeel één stem wordt uitgebracht; deze consequentie wordt in Nederland dan ook niet getrokken (art. 2:118 lid 3 BW), zodat in zoverre het beginsel van *één aandeel, één stem* niet wordt gevolgd.

Er bestaan tal van andere afwijkingen op dit beginsel: denk aan aandelen die tussen registratiedatum en de AVA zijn vervreemd, aan niet volledig volgestorte aandelen, aan een aandeel waarop een hoger agio is gestort dan op een ander aandeel van gelijke nominale waarde, aan prioriteitsaandelen, beschermingsprefs, certificering e.d. Ook gekwalificeerde meerderheden en quorumvereisten worden wel gerekend tot afwijkingen van het beginsel *één aandeel, één stem*.

Gelet op de grote variëteit aan afwijkingen van het beginsel *één aandeel, één stem* behoeft het niet te verbazen dat er geen eenduidig empirisch onderzoek bestaat waaruit blijkt dat dit beginsel tot optimale resultaten leidt.¹⁷⁵ Daar komt bij dat het beginsel *één aandeel, één stem* berust op een veronderstelling die niet onder alle omstandigheden opgeld doet: dat de *invloed* evenredig is aan het aantal *stemmen* dat een aandeelhouder kan uitbrengen. Daadwerkelijke invloed hangt immers af van de vraag onder welke stemconstellaties een aandeelhouder de doorslaggevende stem kan uitbrengen. Het beginsel garandeert geen invloed die evenredig is aan het kapitaalbelang.¹⁷⁶

Leidt *één aandeel, één stem* niet altijd tot proportionele verdeling van invloed, onder omstandigheden kan afwijking van dit beginsel juist gunstig uitpakken. Namelijk wanneer men de *free rider*-problematiek in aanmerking neemt. Wanneer men onderkent dat stemmen als gevolg van de ermee gepaard gaande kosten ‘verloren’ gaan, dan kan het nuttig zijn om aan aandeelhouders wier belangen min of meer samenvallen met het collectieve belang een grotere invloed toe te kennen dan uit *één aandeel, één stem* zou voortvloeien. Aldus

175. Adams & Ferreira 2008.

176. Twee voorbeelden. Indien alle besluiten bij meerderheid van stemmen en op basis van *één aandeel, één stem* worden genomen, zijn aandeelhouders met 45, 35 en 20 aandelen even invloedrijk: alledrie kunnen zij in evenveel gevallen de doorslaggevende stem uitbrengen. Onder een andere constellatie kan stemmen op basis van *één aandeel, één stem* juist de positie van meerderheidsaandeelhouders onevenredig versterken: houden twee aandeelhouders 49, respectievelijk 51 aandelen, dan is de eerste aandeelhouder in beginsel machteloos (Eklund & Poulsen 2010). Wel mag worden aangenomen dat stem en invloed meer gelijk opgaan, naarmate het aandelenbezit verspreider is.

ook Burkart en Lee die onder omstandigheden een sterkere stem voor externe kernaandeelhouders (*external blockholders*) bepleiten:

‘Given that votes have a distinct impact on the blockholder’s ability to challenge managerial decisions, leveraging voting power is advantageous if ownership of large equity stakes entails (opportunity) costs. For instance, holding a substantial fraction of one firm’s cash flow rights is costly for a risk-averse investor (...). To reduce firm-specific risk, the blockholder may even make the firm engage in valuereducing hedging activities or forgo risky but profitable investment projects (...). Larger stakes also reduce liquidity in the secondary market, thereby making it more difficult to sell shares when in sudden need of cash. Finally, investors may simply not be sufficiently wealthy to purchase substantial blocks in large firms. Under the one share - one vote structure, these costs do not only constrain the size of the equity stake but also the voting power. To the extent that more monitoring is desirable, it is optimal to let the blockholder own more votes than cash flow rights.’¹⁷⁷

Hoewel *één aandeel, één stem* een goed uitgangspunt biedt voor de verdeling van invloed tussen aandeelhouders onderling, bestaat er m.i. onvoldoende grond om *één aandeel, één stem* te hanteren als een onaantastbaar principe. Ik meen dan ook dat de Europese Commissie op goede gronden heeft afgezien van regelgeving op dit terrein.¹⁷⁸ Op het gebied van winstrechten is er zelfs nooit nagedacht over regulering. Terwijl soms *één aandeel, één stem* als dogma wordt gehanteerd,¹⁷⁹ is n.m.m. een genuanceerde, op het geval toegesneden benadering geboden.

Ook wordt wel aangevoerd dat loyaliteitsaandelen de efficiënte markt verstoren door perverse prikkels te introduceren.¹⁸⁰ Als gevolg van loyaliteitsaandelen worden beleggingsbeslissingen immers niet langer uitsluitend genomen op basis van een beoordeling van de vennootschap. In een efficiënte markt is dit argument valide. Het verliest echter zijn kracht wanneer men accepteert dat de huidige effectenmarkten vaak niet efficiënt zijn, juist *omdat* er tal van prikkels tot kortetermijnhandelen bestaan. Loyaliteitsaandelen proberen deze kortetermijnprikkels te neutraliseren door een tegenovergestelde prikkel te introduceren.

Meer gewicht heeft het argument dat loyaliteitsaandelen kunnen worden misbruikt door bijvoorbeeld het economisch belang te vervreemden. Of door een ‘tussenvennootschap’ te introduceren die het loyaliteitsdividend opstrijkt,

177. Burkart & Lee 2008, 20–21.

178. De Jongh 2009b, 448 e.v. met verwijzingen.

179. Zoals bijvoorbeeld Eumedion 2010, 15.

180. Eumedion 2010, 15.

maar wier eigen aandelen wel kunnen worden vervreemd. Het huidige vennootschapsrecht biedt mogelijkheden om misbruik tegen te gaan bij de vormgeving van loyaliteitsdividend of –stemrecht (o.a. art. 2:117 lid 3 en 2:118 lid 1 BW, waarover nr. 197).¹⁸¹ De (ontwerp-)statuten van DSM en FI CBM Holdings – twee Nederlandse vennootschappen die loyaliteitsaandelen hebben voorbereid, respectievelijk ingevoerd – bevatten daartoe verschillende mechanismen.¹⁸² Ook de toegenomen transparantieplichtingen met betrekking tot *short*-posities vormen een rem op misbruik (nr. 197). Wellicht valt nog te putten uit Franse kennis; loyaliteitsaandelen worden in Frankrijk op grote schaal gebruikt, zodat daar ongetwijfeld ervaring is opgedaan.

Een ander argument tegen specifiek loyaliteits*stemrecht* is dat het in sommige gevallen kan worden gebruikt door controlerende aandeelhouders om een deel van hun belang te gelde te maken zonder de controle te verliezen. Dit risico kan desgewenst worden geredresseerd door beperking van het loyaliteitsstemrecht. Zo zou men het aantal stemmen dat per aandeelhouder, rechtstreeks of middellijk, wordt toegekend kunnen beperken. Bijvoorbeeld doordat een (rechtstreeks of middellijk) aandeelhouder slechts aandelen kan laten registreren die ten hoogste 5% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.¹⁸³ Ook kan wenselijk zijn om een aanvullende beperking te introduceren om te voorkomen dat loyaliteitsstemrecht leidt tot een verplicht openbaar bod ex art. 5:70 Wft. Men zou bijvoorbeeld kunnen bepalen dat (direct of middellijk) aandeelhouders met een 20%-belang of hoger geen aandelen kunnen registreren.¹⁸⁴

215 Gelijkheidsbeginsel. Een veel besproken vraag is of de hierboven besproken loyaliteitsinstrumenten strijdig zijn met het gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW). Daarbij moet worden bedacht dat art. 2:92 lid 2 BW mede dient ter implementatie van de Tweede Richtlijn en de Richtlijn Aandeelhoudersrechten waarin het gelijkheidsbeginsel in enkele specifieke situaties wordt voorgeschreven. Het generiek geformuleerde art. 2:92 lid 2 BW dient daarom te worden uitgelegd in lijn met de jurisprudentie van het HvJEG/EU, ook indien het gelijkheidsbeginsel in een concreet geval niet door het Europese recht wordt voorgeschreven.¹⁸⁵ Eerder heb ik beargumenteerd waarom de vrees wegens strijd met het gelijkheidsbeginsel overdreven is.¹⁸⁶ Wanneer alle

181. Nader De Jongh 2009b, 450.

182. Vgl. Van Olffen 2013.

183. Vgl. Kemperink 2013, 71 e.v. die loyaliteitsstemrecht zonder beperkingen bepleit.

184. Een zekerheidsmarge kan van pas komen omdat het totaal aantal stemmen dat kan worden uitgebracht als gevolg van het loyaliteitsstemrecht kan fluctueren. Een aandeelhouder die zijn aandelen heeft geregistreerd zal zelf moeten voorkomen dat hij alsnog wordt verplicht tot een openbaar bod doordat hij handelt in onderling overleg.

185. De Jongh 2009b, 451 e.v.

186. *Ibid.* Hierover wordt verschillend gedacht. Zie Bier 2012a, 177 met verdere verwijzingen.

aandeelhouders de gelijke *mogelijkheid* hebben hun aandelen te registreren, worden zij niet ongelijk behandeld. Juist is dat aandeelhouders, eenmaal geregistreerd, niet op dezelfde wijze worden behandeld. Maar dan moet wel worden bedacht dat geregistreerde aandeelhouders zich ook niet in dezelfde positie bevinden als niet-geregistreerde aandeelhouders. Hun aandelen zijn immers minder eenvoudig te verhandelen. Voor zover hierover anders moet worden gedacht, rijst de vraag of er een objectieve rechtvaardigingsgrond voor de ongelijke behandeling bestaat. Daarbij moet in aanmerking worden genomen dat de vennootschap bij de vormgeving van het loyaliteitsaandeel een zekere beleidsvrijheid heeft. Dit vertaalt zich in een weinig intensieve toetsing aan het gelijkheidsbeginsel.¹⁸⁷ Die objectieve rechtvaardigingsgrond is dezelfde als de hierboven besproken ratio van de loyaliteitsaandelen: het bevorderen van een stabielere aandeelhoudersbasis en het luider doen klinken van de stem van die aandeelhouders van wie redelijkerwijs valt te verwachten dat hun belangen in hoge mate parallel lopen aan die van de vennootschap, doordat zij afstand doen van de mogelijkheid van een snelle *exit* en doordat zij naar verwachting hun aandelen een langere periode zullen aanhouden.¹⁸⁸

Uit *DSM* valt m.i. af te leiden dat de Hoge Raad vanuit het oogpunt van het gelijkheidsbeginsel op zijn minst geen principiële bezwaren ziet.¹⁸⁹ Anders zou hij niet hebben overwogen dat het loyaliteitsdividend niet strijdig is met art. 2:92 lid 1 BW ‘mits deze regeling geen schending oplevert van het in art. 2:92 lid 2 neergelegde gelijkheidsbeginsel.’ Aan deze overweging valt slechts zin toe te kennen wanneer onder omstandigheden wellicht schending van het gelijkheidsbeginsel denkbaar is, maar dat het loyaliteitsdividend niet principieel in strijd mag worden geacht met het gelijkheidsbeginsel. Van schending zou bijvoorbeeld sprake kunnen zijn als niet alle aandeelhouders onder gelijke voorwaarden hun aandelen kunnen laten registreren. Of wanneer een aandeelhouder met een meerderheidspakket zich van extra dividend- of stemrecht voorziet, zonder dat zulks redelijkerwijze valt te rechtvaardigen in het licht van de duurzame verbondenheid van juist deze aandeelhouder. Strijd met het gelijkheidsbeginsel valt niet uit te sluiten, maar moet gelet op de ruime beoordelingsvrijheid van de vennootschap niet te snel worden aangenomen.

In een eerdere publicatie heb ik uiteengezet waarom ook vanuit Europees perspectief niet behoeft te worden gevreesd voor problemen.¹⁹⁰ Sindsdien heeft

187. De Jongh 2009b, 451 e.v. met verdere verwijzingen.

188. Is een *holding period* op zichzelf niet altijd een duidelijke indicatie voor korte- of langetermijngedrag, wanneer een dergelijke aandeelhouder afstand doet van een snelle *exit*-optie is de verwachting m.i. in het algemeen voldoende gewettigd dat zijn belangen min of meer zullen samenvallen met die van de vennootschap.

189. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 m.nt. Ma; *JOR* 2008, 11 m.nt. Doorman (*DSM*).

190. De Jongh 2009b, 451 e.v.

deze opvatting bevestiging gevonden in het *Audiolux*-arrest.¹⁹¹ Bovendien heeft de Europese Commissie, mede gelet op de vele afwijkingen in Europa op het beginsel van *één aandeel, één stem*, afgezien van regulering op dit vlak. Daar komt bij dat bij totstandkoming van de Overnamerichtlijn rekening is gehouden met de Franse variant van loyaliteitsstemrecht, het *droit de vote double*, zodat dit niet valt onder de definitie van ‘effecten met meervoudig stemrecht’ als bedoeld in art. 2 lid 1 sub g Overnamerichtlijn. Dit heeft tot gevolg dat aandelen met een *droit de vote double* niet worden getroffen door de doorbraakregel van art. 11 lid 3 en 4 Overnamerichtlijn. Tegen deze achtergrond valt bezwaarlijk vol te houden dat het gelijkheidsbeginsel op voorhand aan het loyaliteitsstemrecht in de weg staat.

10.3 Redelijkheid en billijkheid als brug tussen aandeelhouders- en vennootschapsbelang.

216 Inleiding. In § 10.1 is uiteengezet hoe het vennootschapsbelang in mijn visie moet worden gedefinieerd. Vervolgens onderzocht § 10.2 hoe kortetermijngedrag van aandeelhouders de belangentegenstellingen tussen aandeelhouders onderling en tussen aandeelhouders en de vennootschap kan worden vergroten. Gezocht is naar manieren om de zeggenschap van kern-aandeelhouders te versterken. Handelde de vorige paragraaf kortom over het verkleinen van de kloof tussen deelbelang en gedeeld belang, deze paragraaf neemt deze kloof tot uitgangspunt. De vraag is dan of, en zo ja, hoe deze bij een belangenconflict tussen een individuele *socius* en de *universitas* valt te overbruggen. Daarbij wordt onderzocht welke rol de redelijkheid en billijkheid, geconcretiseerd aan de hand van het evenredigheidsbeginsel, kunnen spelen. In nr. 207 zijn al enige woorden gewijd aan de vraag hoe bestuurders de belangen van aandeelhouders in hun overwegingen in acht moeten nemen. In deze paragraaf staat centraal de vraag in hoeverre individuele aandeelhouders rekening dienen te houden met andere belangen dan die van henzelf.¹⁹² Twee beginselen zullen daarbij tegenover elkaar worden geplaatst: het autonomiebeginsel en het billijkheidsbeginsel.

217 *Zwei Seelen in einer Brust.* Het *autonomiebeginsel*, op grond waarvan personen hun eigen belang tot uitgangspunt bij hun handelen mogen nemen, vormt een belangrijk beginsel van het Nederlandse privaatrecht. Het valt onder andere te herkennen in art. 1 Eerste Protocol EVRM dat bepaalt dat eenieder het recht heeft op het ongestoorde genot van zijn eigendom. Onder het

191. HvJ EU 15 oktober 2009, *NJ* 2010, 81 m.nt. MRM (*Audiolux*). Vgl. Masouros 2012, 293 die (kennelijk) door *Audiolux* niet voldoende is gerustgesteld.

192. Delen van deze paragraaf zijn ontleend aan De Jongh 2011b, 2012b en 2012d.

eigendomsrecht worden mede begrepen de rechten op een aandeel.¹⁹³ Anders dan bestuurders en commissarissen mogen aandeelhouders bij hun handelen in beginsel hun eigen belang voorop stellen.¹⁹⁴

Hoewel aandeelhouders vanzelfsprekend veel belangen gemeen hebben zullen hun belangen vaak uiteenlopen.¹⁹⁵ Veel hangt bijvoorbeeld af van de investeringshorizon en de risicobereidheid. Daarnaast kan een aandeelhouder zijn eigen belang in bredere zin definiëren dan alleen in termen van rendement. Hij kan bijvoorbeeld zijn eigen belang mede laten bepalen door milieubelangen of mensenrechten en dienovereenkomstig zijn aandeelhoudersrechten uitoefenen.¹⁹⁶ Een aandeelhouder kan ook een bepaalde *corporate governance*-agenda hebben, en bijvoorbeeld de jaarlijkse verkiezing van bestuurders nastreven. Het eigen belang van de aandeelhouder zal bovendien ook meespelen bij de vraag óf, en zo ja op welke wijze de aandeelhouder überhaupt enige zeggenschap zal uitoefenen. Een indexbelegger zal dikwijls uit kostenoverwegingen verkiezen te *free ride* en zich passief opstellen.

Tegenover het autonomiebeginsel plaats ik het *billijkheidsbeginsel*: de verplichting van een aandeelhouder om oog te hebben voor de belangen van andere betrokkenen. Deze verplichting vloeit voort uit art. 2:8 BW (nr. 179).¹⁹⁷ Aandeelhouders maken deel uit van de vennootschapsorde. Zij zijn niet de enigen die hiervan deel uitmaken; ook de belangen van anderen zijn hier in het geding. De hoedanigheid van aandeelhouders heeft tot gevolg dat zij invloed kunnen uitoefenen op de rechten en belangen van anderen. Als keerzijde van hun zeggenschapspositie kan men daarom met Maeijer stellen dat van aandeelhouders mag worden gevergd dat zij, handelend vanuit hun eigen belangen sfeer, rekening houden met de gerechtvaardigde belangen van de andere betrokkenen en deze na afweging ontzien indien deze belangen anders onevenredig zouden worden geschaad.¹⁹⁸

De opvatting dat aandeelhouders ook andere belangen in acht moeten nemen wordt niet overal gedeeld. Institutionele beleggers hebben een fiduciaire plicht

193. Vgl. Timmerman 2009a, 9.

194. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 456 (*Wennex*); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Melchers*); HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Aurora*); OK 28 maart 2013, *JOR* 2013, 171 m.nt. Josephus Jitta (*AAA Groep*), rov. 3.8. Vgl. Assink I (in druk), hoofdstuk 2, § 11.1; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 172.4.

195. Raaijmakers 2009, 433.

196. Vgl. Lydenberg 2013 en Stout 2012, 95 e.v.

197. De Jongh 2012d. Sinds kort bevat art. 4:37z Wft ook enkele wettelijke gedragsnormen die hier verder terzijde blijven.

198. Asser/Van der Grinten & Maeijer 2-II (1997), nr. 46. Omstreden is de vraag of werknemersbelangen zoals vertolkt door de OR mede vallen onder het bereik van art. 2:8 BW. Hoewel ik enige aarzeling heb om de OR in zijn algemeenheid als institutioneel betrokkene aan te merken, volgt uit de vervlechting van het vennootschaps- en ondernemingsrecht dat institutioneel betrokkenen niet geheel voorbij kunnen gaan aan de belangen van werknemers. Ten eerste wordt het vennootschapsbelang mede door deze belangen gekleurd, zodat

jegens hun achterliggende belanghebbenden. Deze fiduciaire plicht komt er in de regel op neer dat institutionele beleggers het hun toevertrouwde vermogen zo rendabel mogelijk dienen te beleggen. Deze plicht jegens de achterliggende beleggers kan op gespannen voet komen te staan met de verplichtingen die voor een aandeelhouder voortvloeien uit art. 2:8 BW. Is het tegen deze achtergrond wel realistisch om enig heil van het billijkheidsbeginsel te verwachten?

Beleggers, waar ook vandaan, die verkiesen aandelen in Nederlandse vennootschappen te verwerven, treden daarmee uit eigen keuze toe tot een vennootschapsorde die wordt beheerst door het Nederlandse recht. Deze vennootschapsorde wordt beheerst door wet, statuten, reglementen en andere besluiten. Tot de relevante wettelijke bepalingen behoort art. 2:8 BW. Aan beleggers is de keuze: hetzij zij beleggen in een Nederlandse beurs-NV, en zijn gebonden aan art. 2:8 BW, hetzij zij achten een dergelijke gebondenheid niet aanvaardbaar gelet op hun fiduciaire plicht jegens hun achterban, en dan beleggen ze hun gelden elders.

Een andere vraag is of aandeelhouders zich aan het billijkheidsbeginsel in een conflict met de vennootschapsleiding iets gelegen zullen laten liggen. Ik maak mij op dit punt weinig illusies. De meeste beleggers zijn afkomstig uit landen waar concepten die verwant zijn aan de redelijkheid en billijkheid minder sterk zijn ontwikkeld dan in Nederland. Gesteld dat zij op de hoogte zijn van art. 2:8 BW, dan valt te betwijfelen of zij hun (stem)gedrag hierdoor daadwerkelijk laten beïnvloeden. Naarmate een aandeelhouder zich echter actiever opstelt, groeit de kans dat hij beter op de hoogte zal zijn van de hier te lande geldende regels. Wanneer de betrokkenheid uitmondt in enige animositeit en de kans toeneemt dat de Ondernemingskamer zal worden geadieerd, groeit ook de kans dat deze belegger zich zal laten adviseren door een Nederlandse advocaat. Vanaf deze fase op de ‘escalatieladder’ mag worden aangenomen dat art. 2:8 BW minstgenomen een rol speelt in het conflict. Het mitigeert de eventuele schadelijke gevolgen van aandeelhoudersgedrag. Dat geldt niet slechts voor de uitoefening van het stemrecht ter vergadering. De uitoefening van het stemrecht vormt immers vaak het (voorlopige) sluitstuk in een langer durend conflict. Zo vindt vóór de AVA een dialoog plaats, wordt gelekt naar de pers, een AVA bijeengeroepen, worden onderwerpen op de agenda geplaatst, beschermingsprefs uitgegeven, een enquêteonderzoek verzocht, onmiddellijke voorzieningen gelast of wordt onderhandeld onder bemiddeling van personen die door de Ondernemingskamer zijn benoemd. In dit

art. 2:8 BW indirect ruimte biedt voor werknemersbelangen. In de tweede plaats codificeert art. 2:8 BW een algemene privaatrechtelijke norm die ook geldt buiten het strikte bereik van art. 2:8 BW. Ik meen daarom dat ook aandeelhouders rekening moeten houden met de belangen van werknemers, wanneer deze door hun handelen onevenredig zouden worden geschaad. Hetzelfde geldt in mijn opvatting voor de belangen van crediteuren. Aldus ook Van Schilfgaarde & Winter 2009, nr. 8. Vgl. OK 26 november 1987, *NJ* 1989, 271 m.nt. Ma (*IKON*).

proces speelt art. 2:8 BW een cruciale rol voor alle partijen. Toepasselijkheid van art. 2:8 BW geeft bovendien de vennootschapsleiding een instrument in handen om schadelijk gedrag te neutraliseren, bijvoorbeeld doordat aandeelhoudersgedrag een beschermingsmaatregel rechtvaardigt. Met het nieuwe art. 2:346 lid 1 sub d BW heeft het bestuur bovendien sinds 1 januari 2013 een nieuw instrument in handen: het mag zelf een enquête verzoeken naar het gedrag van aandeelhouders, ook buiten de AVA. Het bestuur mag onmiddellijke voorzieningen verzoeken, zoals opschorting van het stemrecht. Het mogelijk ingrijpen door de Ondernemingskamer (of de kort gedingrechter) werpt zijn schaduw vooruit en waarborgt de gedragsregulerende functie van art. 2:8 BW.¹⁹⁹

218 Het evenredigheidsbeginsel als *trait d'union*. Alle aanleiding dus om de verhouding tussen het autonomiebeginsel en het billijkheidsbeginsel aan een nader onderzoek te onderwerpen. Tenzij anders vermeld ga ik daarbij uit van een conflictsituatie tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders: de wensen van aandeelhouders worden door de vennootschapsleiding verworpen met een gemotiveerd beroep op het vennootschapsbelang en/of met het argument dat de belangen van derden zoals crediteuren of werknemers ernstig in het geding zijn.

Zoals ik de verhouding tussen billijkheid en redelijkheid begrijp, is het aan de redelijkheid om een synthese tussen het autonomiebeginsel en het billijkheidsbeginsel tot stand te brengen.²⁰⁰ Deze synthese leidt ertoe dat een redelijk handelende aandeelhouder zijn eigen belang tot uitgangspunt mag nemen, maar in staat is tot reflectie over zichzelf in relatie tot andere belanghebbenden en in zekere mate bereid is om aan deze reflectie consequenties voor zijn handelen te verbinden (nr. 179).

Ik neem tot uitgangspunt dat het autonomiebeginsel in beginsel prevaleert boven het billijkheidsbeginsel: uitgangspunt is steeds dat de aandeelhouder mag handelen vanuit zijn eigen belang. Dit betekent evenwel niet dat het autonomiebeginsel altijd zal prevaleren. Steeds moeten de betrokken belangen tegen elkaar worden afgewogen. Ook wanneer *in abstracto* het ene beginsel prevaleert boven het andere, dan is het altijd mogelijk dat een afweging *in concreto* leidt tot voorrang van het andere beginsel. Deze afweging geschiedt aan de hand van het evenredigheidsbeginsel.

199. Hierover uitvoeriger De Jongh 2011b. OK 6 september 2013, JOR 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (Cryo-Save) biedt het eerste voorbeeld waarin art. 2:346 lid 1 sub d BW werd toegepast.

200. Ik besef dat de begrippen redelijkheid en billijkheid van persoon tot persoon een verschillende gevoelswaarde hebben zonder dat dit tot verschil van inzicht over concrete *casus* hoeft te leiden. Naar mijn gevoelens brengt de billijkheid meer gerichtheid op de belangen van anderen tot uitdrukking. De redelijkheid relateert aan de billijkheid ontleende gezichtspunten op zo rationeel mogelijke wijze aan het eigen belang. Vgl. nr. 179.

In nr. 207 heb ik uiteengezet dat het evenredigheidsbeginsel (in ruime zin) doorgaans uiteenvalt in drie elementen: een *geschiktheidstest*, gevolgd door een toetsing aan het *subsidiariteitsbeginsel* (noodzakelijkheidstest) en aan het *evenredigheidsbeginsel in enge zin*. Dit schema is afkomstig uit het publiekrecht waar dikwijls de vraag moet worden beantwoord in hoeverre overheidsingrijpen in private verhoudingen gerechtvaardigd is. In een dergelijke context spelen de geschiktheidstest en het subsidiariteitsbeginsel een belangrijke rol: ieder overheidsingrijpen vereist voldoende legitimatie, zodat het handelen van de overheid doelgebonden dient te zijn. Ook in privaatrechtelijke context kunnen de geschiktheidstest en het subsidiariteitsbeginsel een rol spelen, vooral indien de uitoefening van een doelgebonden bevoegdheid wordt getoetst. Denk bijvoorbeeld aan het handelen van bestuurders of commissarissen dat gericht dient te zijn op het belang van de vennootschap.²⁰¹ Doorgaans zijn echter privaatrechtelijke rechten en bevoegdheden niet doelgebonden en kunnen zij naar eigen goeddunken van de rechthebbende worden uitgeoefend. Privaatrechtelijke afwegingen worden daarom meer gedomineerd door het evenredigheidsbeginsel in enge zin. Toch kunnen de geschiktheidstest en het subsidiariteitsbeginsel wel degelijk een rol spelen, zo moge blijken uit het eerste van vier gezichtspunten die ik aan het evenredigheidsbeginsel ontleen.

Gezichtspunt 1. Bij de uitoefening van hun rechten dienen aandeelhouders het middel af te stemmen op het beoogde doel

Conflicten tussen bestuur en aandeelhouders leggen vaak een groot beslag op de tijd van bestuur en raad van commissarissen. Een conflict kan daardoor tot gevolg hebben dat de onderneming gedurende een langere periode stuurloos is en dat veel geld en energie opgaat aan het conflict. Soms zijn conflicten onvermijdelijk of zelfs noodzakelijk, maar in de regel moeten zij zo veel mogelijk worden vermeden, omdat de onderneming eronder lijdt. Een conflict kan de dynamiek van een *event* op gang brengen, kortetermijngedrag bevorderen en interne belangentegenstellingen aanwakkeren. In de regel is het vennootschapsbelang daarmee niet gediend. Het vennootschapsbelang is daarom in het algemeen gebaat bij het voorkomen van escalatie.

Hieruit vloeit voort dat aandeelhouders die bepaalde veranderingen binnen de vennootschap nastreven, zich van deze negatieve gevolgen rekenschap dienen te geven en dat zij zich inspannen om escalatie te voorkomen. Dit impliceert dat aandeelhouders zich steeds dienen af te vragen of een minder ingrijpende stap eveneens geschikt is om het beoogde doel te bereiken. Dit gezichtspunt brengt ook mee dat een aandeelhouder bereid is tot overleg teneinde de kansen op een vergelijk te maximaliseren.²⁰² Alvorens een

201. Zie nr. 207 en Van Ginneken & Timmerman 2011 en Schild 2011.

202. Zie principe IV.4 Code Frijns: 'Aandeelhouders gedragen zich ten opzichte van de

aandeelhouder de openbaarheid zoekt, dient deze m.i. eerst alle overlegmogelijkheden achter de schermen af te tasten. Daarbij kan van de aandeelhouder opening van zaken worden verlangd over zijn intenties en van het bestuur worden verwacht de voorstellen van de aandeelhouder te onderzoeken teneinde de kans op een vergelijk te maximaliseren.²⁰³ De mate waarin aandeelhouders (de-)escalatie hebben nagestreefd beïnvloedt de speelruimte van het bestuur, terwijl, omgekeerd, de mate waarin het bestuur open staat voor dialoog en de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders van betekenis kan zijn bij de vraag of een aandeelhouder een volgende stap op de ‘escalatieladder’ mag zetten.

Het zoeken naar een juiste verhouding tussen doel en middel impliceert niet alleen dat een aandeelhouder oog heeft voor het subsidiariteitsbeginsel, maar ook dat hij de maximum-escalatie waartoe hij bereid is, afstemt op het beoogde doel. Met andere woorden, de hoogste trede van de escalatieladder die de aandeelhouder bereid is op te gaan, moet in redelijke verhouding staan tot het beoogde doel. Niet ieder conflict is het waard om het bestuur naar huis te sturen.

Gezichtspunt 2. De mate waarin aandeelhouders met andere belangen rekening dienen te houden is afhankelijk van hun invloed en de mate waarin die belangen in het geding zijn

Dit gezichtspunt vormt een uitwerking van het evenredigheidsbeginsel in enge zin. Naarmate aandeelhouders meer invloed kunnen uitoefenen op de gang van zaken binnen de vennootschap, zijn zij meer gehouden de belangen van de vennootschap en van andere betrokkenen in hun afwegingen te betrekken. Algemeen wordt aangenomen dat dit geldt voor aandeelhouders met een controlerend belang.²⁰⁴ Uit *Versatel I* en *III* valt af te leiden dat een meerderheidsaandeelhouder die zijn aandelen na een openbaar bod heeft verkregen

vennootschap, haar organen en hun mede-aandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en mede-aandeelhouders aan te gaan.’ Voorts OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*). Zie ook Abma 2012, 574.

203. In OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*), waarin een grootaandeelhouder, tevens concurrent van de vennootschap, onder uitoefening van het agenderingsrecht de controle over het bestuur wilde verwerven, tegengeworpen dat de vennootschap in het ongewisse was gebleven over de onderneming van de aandeelhouder en over diens intenties. Vgl. voorts OK 3 maart 1999, *NJ* 1999, 350 (*Gucci*); OK 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999, 89 (*Breevast*).

204. Zie bijv. Code Frijns, preambule 9; Verdam 2003, 20 e.v.; Assink 2009, 107 e.v.; Assink I (in druk), hoofdstuk 4, § 46.3; HR 12 juli 2013, *RvdW* 2013, 933 (*VEB c.s./KLM*) en HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 m.nt. Ma (*Zwagerman*). Vgl. Assink I (in druk), hoofdstuk 2, § 11.1.

de belangen van minderheidsaandeelhouders die niet op het bod hebben gereflecteerd niet onevenredig mag schaden.²⁰⁵ Meerderheidsaandeelhouders dienen bij het dividendbeleid de belangen van minderheidsaandeelhouders niet uit het oog te verliezen.²⁰⁶ In bijzondere omstandigheden acht ik zelfs niet ondenkbaar dat een (controleerend) aandeelhouder het belang van de vennootschap of van direct betrokkenen tot richtsnoer van zijn handelen moet nemen. Het zal dan wel moeten gaan om besluiten met grote consequenties of risico's voor de vennootschap of derden.

Soms stijgt de daadwerkelijke invloed van een aandeelhouder uit boven zijn numerieke belang. Bekend voorbeeld vormde TCI dat met een belang van slechts 1% de aanzet vormde voor de opsplitsing van ABN AMRO. TCI zal ongetwijfeld hebben gehoopt dat haar initiatief andere investeerders met vergelijkbare motieven zou aantrekken, zodat de druk op het bestuur zou worden vergroot. Denk voorts aan een prioriteitsaandeelhouder of een aandeelhouder met een blokkerend minderheidsrecht. In dergelijke gevallen mag van de aandeelhouder worden verwacht dat hij de consequenties van zijn handelen voor derden in zijn eigen afwegingen betreft en zo nodig zijn opstelling aanpast.²⁰⁷

Uit het evenredigheidsbeginsel in enge zin vloeit ook voort dat een aandeelhouder gehouden is meer rekening te houden met de in het geding zijnde belangen, naarmate diens handelen leidt tot grotere gevolgen voor de vennootschap of belanghebbenden.²⁰⁸ Een toepassing van dit gezichtspunt is al terug te vinden in het *Mante*-arrest (nr. 155).²⁰⁹ In die zaak waren vooral de belangen van een specifieke aandeelhouder in het geding. Dit vertaalde zich in de verplichting van de andere aandeelhouders een bijzondere zorg te betrachten jegens deze aandeelhouder.²¹⁰

205. HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 610 en 612 m.nt. Ma (*Versatel I en III*). Vgl. voorts HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 m.nt. Ma (*Zwagerman*); OK 20 december 2007, *JOR* 2008, 36 m.nt. Van der Korst (*Shell*) en Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002, 61 (*Vendex KBB*).

206. HR 12 juli 2013, *RvdW* 2013, 933 (*VEB c.s./KLM*); vgl. in besloten verhoudingen HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51 m.nt. Ma (*Sluis*); OK 6 juni 2011, *JOR* 2011, 282 m.nt. Blanco Fernández (*JeeZet*); OK 15 maart 2005, *JOR* 2005, 88 (*EMBA*); OK 6 mei 2008, *ARO* 2008, 88 (*Part-Energy/Wilmont*); OK 29 juni 2010, *ARO* 2010, 104 (*Poststate Beheer*).

207. In vergelijkbare zin Verdam 2003, 21.

208. Vgl. Maeijer 1982, 232 e.v. In OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*) gebruikte de Ondernemingskamer als argument voor het honoreren van de responstijd naar aanleiding van een poging van een aandeelhouder met een 28%-belang om zichzelf tot CEO te benoemen dat de nieuwe aandeelhouder uit was op verregaande controle zonder de andere aandeelhouders een *exit* te bieden of een *control premium* te betalen.

209. HR 30 oktober 1964, *NJ* 1965, 107 m.nt. GJS, *AAe* 1965, 63 m.nt. G, *NV* 42 (1964–165) m.nt. Ma (*Mante*).

210. Een recenter voorbeeld betreft OK 31 december 2009, *JOR* 2010, 60 m.nt. Doorman (*Marigot*), rov. 3.16. In HR 25 februari 2011, *NJ* 2011, 335 m.nt. PvS (*Marigot*), hersteld bij HR 27 mei 2011, *NJ* 2011, 336 is het cassatieberoep verworpen, waarna beroep bij het EHRM is ingesteld.

Ook de *Waterspreng*-beschikking illustreert dat een besluit met grote gevolgen voor de onderneming meebrengt dat de betrokken aandeelhouder zich deze gevolgen moet aantrekken.²¹¹ Volgens de statuten van de vennootschap die in liquiditeitsproblemen verkeerde, kon de vergadering van prioriteitaandeelhouders bepaalde bestuursbesluiten aan haar goedkeuring onderwerpen. De prioriteit maakte van haar bevoegdheid ruimhartig gebruik en bepaalde dat voortaan alle bestuursbesluiten deze goedkeuring behoeften. Voor zover dit besluit niet reeds strijdig was met de ratio van de statuten en met het vennootschapsrecht (waarmee de Ondernemingskamer naar ik veronderstel doelde op de bevoegdheidsverdeling tussen organen), was het besluit volgens de Ondernemingskamer niet verenigbaar is met de eisen van redelijkheid en billijkheid die op de voet van art. 2:8 BW het gedrag van betrokkenen jegens elkaar en jegens de vennootschap mede dienen te bepalen. De Ondernemingskamer nam daarbij in aanmerking dat het bestuur van de vennootschap door het besluit vleugellam werd gemaakt.

Het belang dat moet worden gehecht aan de gevolgen voor derden speelt een grotere rol wanneer de vennootschap in zwaar weer verkeert. De beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders kan dan sneller een bron zijn van externaliteiten (nr. 206). Niet alleen bestuurders dienen het risico op externe kosten in hun afwegingen te betrekken. Het risico dat beperkte aansprakelijkheid verwordt tot instrument om kosten te externaliseren, brengt m.i. ook de aan art. 2:8 BW ontleende verplichting voor aandeelhouders met zich om met externe risico's rekening te houden.²¹² Door van aandeelhouders te verlangen dat zij mede rekening houden met de kosten van hun gedrag voor derden, kan het vennootschapsrecht een bescheiden bijdrage leveren aan het beperken van externaliteiten.²¹³ Vanzelfsprekend laat dit onverlet dat hier primair een verantwoordelijkheid voor het bestuur ligt en dat de verantwoordelijkheid van aandeelhouders een secundaire is.

Aandeelhouders hebben ook een bijzondere verantwoordelijkheid in geval van risicovolle besluiten met potentieel grote nadelige consequenties voor derden. Denk aan de druk die van de kant van ABN AMRO-aandeelhouders is uitgeoefend om het bod van het consortium te accepteren, terwijl het bestuur waarschuwde voor de risico's en kosten van opsplitsing. Wanneer het bestuur dergelijke risico's goed kan onderbouwen, terwijl aandeelhouders hieraan

211. OK 28 juni 2011, *ARO* 2011/107 (*Waterspreng*).

212. Vgl. OK 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 m.nt. Stevens (*PCM*). Weliswaar ging het daar om een BV met *private equity*-aandeelhouders, maar dit fenomeen kan zich ook voordoen bij beurs-NV's, wanneer aandeelhouders bijvoorbeeld aandringen op hogere uitkeringen, meer aandeleninkopen en/of hogere *leverage*.

213. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat het bereik van art. 2:8 BW beperkt is tot de rechtspersoon en degenen die krachtens wet en statuten bij zijn organisatie zijn betrokken. Dit impliceert dat lang niet alle externe kosten langs de band van art. 2:8 BW kunnen worden voorkomen.

weinig betekenis willen hechten gelet op de (verwachte) overnamepremie, dan kan dit gezichtspunt extra speelruimte aan het bestuur verschaffen om zich tegen de wensen van aandeelhouders te verzetten (nr. 206).

Gezichtspunt 3. In een dialoog tussen aandeelhouders en bestuurders dienen aandeelhouders acht te slaan op het vennootschapsbelang, terwijl bestuurders de belangen van langetermijnaandeelhouders in aanmerking moeten nemen

De positie van bestuurders is in zekere zin spiegelbeeldig aan die van aandeelhouders. Bestuurders dienen zich te richten naar het vennootschapsbelang en moeten tegelijk voorkomen dat de belangen van aandeelhouders onevenredig worden geschaad. Ook in de afwegingen van bestuurders speelt daarom het evenredigheidsbeginsel een belangrijke rol (nr. 207). In geval van een conflict betekent dit dat het handelen van de een de afwegingen van de ander zal beïnvloeden.

RNA laat zien hoe deze dynamiek werkt. De Hoge Raad wijdt daarin een overweging aan de vraag hoe lang een beschermingsmaatregel mag worden gehandhaafd.²¹⁴ Volgens de Hoge Raad is het handhaven van een beschermingsmaatregel voor onbepaalde tijd in het algemeen niet gerechtvaardigd. Als maatstaf geldt of de maatregel

‘(...) in de gegeven omstandigheden bij een redelijke [belangenafweging] (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar (...). Of dit het geval is, kan pas na verloop van enige tijd worden beoordeeld, omdat het niet alleen aankomt op de eerste reactie van het bestuur (...), maar vooral ook op het beleid dat het bestuur (...) heeft gevoerd en op de zorgvuldige afweging van de betrokken belangen op grond van een beoordeling van feiten en omstandigheden die (...) aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn.’

De vraag of een beschermingsmaatregel nog een proportioneel antwoord is op het dreigende gevaar, hangt mede af van de opstelling van de aandeelhouders.²¹⁵ Hoe meer zij oog tonen voor het vennootschapsbelang, des te eerder zullen de eisen van redelijkheid en billijkheid het bestuur ertoe nopen de maatregel in te trekken. Omgekeerd zal een starre, louter op het eigen belang gerichte houding van de desbetreffende aandeelhouders een rechtvaardiging

214. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. Ma, *JOR* 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*). Naar ik meen is de maatstaf van *RNA* toepasselijk in alle gevallen waarin beschermingsaandelen worden uitgegeven met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn. Evenzo AG Timmerman in zijn conclusie voor HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. PvS, *JOR* 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI I*) sub 3.7.5 e.v.

215. Vgl. Van Ginneken & Timmerman 2011, 605 e.v.; Van Ginneken 2010, 441 e.v.

voor het bestuur vormen om een beschermingsmaatregel langer te handhaven.²¹⁶ Zo werken de eisen van redelijkheid en billijkheid voor alle partijen als communicerende vaten. Zij dwingen hen tot onderling overleg, tot oog voor de wederzijdse belangen en tot de-escalerend optreden. Een concessie van de ene partij noopt tot de-escalatie door de andere partij, terwijl een partij die juist escalatie niet schuwt, zal moeten dulden dat de wederpartij gerechtigd is op passende wijze te antwoorden.²¹⁷

Dit mechanisme kan ook optreden buiten de context van beschermingsmaatregelen. De handelingsvrijheid van de ene partij kan worden vergroot, wanneer de andere partij de voor haar geldende gedragsnormen niet voldoende in aanmerking neemt.²¹⁸ Wanneer bijvoorbeeld het bestuur weinig oog toont voor de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders, dan kunnen aandeelhouders sneller de ‘escalatieladder’ bestijgen. En spiegelbeeldig, wanneer aandeelhouders louter hun eigen belang vooropstellen en zich niet gevoelig tonen voor de schade die derden door hun voorstellen zullen lijden, is het bestuur bevoegd zich hiertegen steviger teweer te stellen. Naarmate aandeelhouders hun wensen beter onderbouwen en zich rekenschap geven van de langetermijngevolgen voor de vennootschap en anderen, mag van het bestuur worden verwacht meer rekening te houden met de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders en *vice versa*. Zo verkleint of vergroot de gedragsregulerende rol van de redelijkheid en billijkheid de handelingsvrijheid van partijen al naar gelang de wederpartij de voor haar geldende gedragsnormen al dan niet in acht neemt. Zo worden partijen op subtiele wijze ertoe aangezet over en weer rekening te houden met elkaars gerechtvaardigde belangen en zo veel mogelijk buiten de rechter een oplossing te zoeken voor hun geschil.

Gezichtspunt 4. Aandeelhouders dienen zich rekenschap van tegenstrijdige belangen te geven

De vennootschap kan schade lijden, wanneer een aandeelhouder een belang heeft dat tegenstrijdig is met dat van de vennootschap en hij met het oog op dit belang zijn aandeelhoudersrechten uitoefent. Er bestaan talloze vormen van tegenstrijdig belang. Denk aan de bank als aandeelhouder die de vennootschap

216. Met A-G Timmerman, conclusie voor *ASMI I* onder 3.7.12 meen ik dat de opstelling van de ondernemingsraad, van overige (langetermijn-)aandeelhouders en van andere direct belanghebbenden van invloed zijn op de vraag of een bescherming kan worden gehandhaafd en hoe veel concessies van de ene of andere partij kunnen worden geleverd.

217. Hierover uitvoerig: Van Ginneken 2010, 409 e.v.; vgl. voorts Maeijer 1982, 231. Anders Kemperink 2013, 92 e.v. volgens wie de tijdelijkheid van een beschermingsmaatregel wel degelijk een harde voorwaarde is die in de RNA-norm ligt opgesloten. Wel bepaalt art. 5:71 lid 1 onder c Wft dat de beschermingsstichting voor ten hoogste twee jaren is vrijgesteld van de biedplicht. Daarmee wordt een harde grens gesteld aan de uitgifte van beschermingsprijzen die de biedgrens overschrijden. Vgl. Dortmond 2008, 620 e.v.

218. Vgl. OK 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351, *JOR* 1999, 89 m.nt. Brink (*Breevast*).

tevens tot haar cliënten rekent. Haar commerciële belang kan de bank betrekken bij de uitoefening van haar aandeelhoudersrechten. Dit is in beginsel legitiem in het licht van het autonomiebeginsel.²¹⁹

De mate waarin het vennootschapsexterne belang uiteenloopt met dat van de vennootschap kan een breed spectrum beslaan: het kan nog gedeeltelijk samenvallen met het vennootschapsbelang maar hieraan ook geheel tegengesteld zijn. Dit laatste kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer een aandeelhouder tevens concurrent is. De vraag is welke rol hier voor art. 2:8 BW is weggelegd. Ik zou menen dat het relatieve gewicht van het billijkheidsbeginsel groeit, naarmate het vennootschapsexterne belang meer tegengesteld is aan dat van de vennootschap.²²⁰ In dat geval brengt art. 2:8 BW mijns inziens mee dat de aandeelhouder extra gewicht dient toe te kennen aan de hiervoor ontwikkelde gezichtspunten.²²¹ Zeker wanneer een belangrijk onderwerp op de agenda staat en de desbetreffende aandeelhouder een substantieel aandelenpakket bezit, dan zal hij zich kenbaar rekenschap moeten geven van de andere in het geding zijnde belangen. Bovendien meen ik met Verdam dat een substantieel tegenstrijdig belang meebrengt dat van een invloedrijk aandeelhouder met een substantieel tegenstrijdig belang wordt geleverd dat hij openheid van zaken geeft.²²² In bijzondere gevallen komt zelfs misbruik van recht in zicht, namelijk wanneer een invloedrijk aandeelhouder zich laat leiden door motieven die rechtstreeks ingaan tegen het belang van de vennootschap (art. 3:13 BW). Denk aan de situatie waarin een grootaandeelhouder een voor de NV evident onvoordelige transactie probeert door te drukken, terwijl hij bij deze transactie een eigen belang heeft dat tegengesteld is aan dat van de NV.

10.4 Conclusie

219 Tussen *societas* en *universitas*. Het vennootschappelijk belangenconflict, *the defining tension* tussen individuele aandeelhouders en het collectieve belang staat ook in dit hoofdstuk centraal. Het collectieve belang van de vennootschap en haar onderneming, tezamen erfgenaam van de *universitas*, wordt in § 10.1 aan een onderzoek onderworpen. Bij een kleine vennootschap valt een collectief belang nog niet zo duidelijk te onderscheiden en komt aan de

219. Verdam 2003, 15. Vgl. voorts Abma 2007, 114 e.v.

220. Vgl. Verdam 2003, 16, alsmede OK 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42 m.nt. Blanco Fernández (*Stork*), rov. 3.16 en OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*), rov. 3.8 en 3.16.

221. Vgl. in besloten verhoudingen: Hof 's-Gravenhage 1 oktober 1982, *NJ* 1983, 393 (*Van Rees/Smits*) en Rb. Leeuwarden 25 augustus 2010, *RON* 2010, 75 (*Gjaltema/ABS*).

222. Verdam 2003, 16 e.v.; OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (*Cryo-Save*).

belangen van de *socii*, de vennoten (of, bij een kapitaalvennootschap: de aandeelhouders) een groot gewicht toe. Naarmate de vennootschap en haar onderneming groeien, ontstaat geleidelijk een belang dat uitgaat boven de verschillende deelbelangen: het gedeelde belang bij een succesvolle onderneming. Door het debat te concentreren op het overstijgende belang bij een succesvolle onderneming kan de voortslepende verdelingsdiscussie over *stakeholder* vs. (*enlightenend*) *shareholder value* naar de achtergrond verdwijnen. Verdelingsvraagstukken zijn niet onbelangrijk, maar zij bestaan slechts bij de gratie van een succesvolle onderneming. De vraag hoe de taart moet worden verdeeld dient zo veel mogelijk afhankelijk te zijn van de vraag hoe het succes van de onderneming het beste is gewaarborgd (nr. 205). Tevens wordt betoogd dat het bestuur voldoende autonomie toekomt om acht te slaan op externe kosten die het gevolg kunnen zijn van het handelen van de vennootschap (nr. 206). Zo kan worden bevorderd dat het vennootschapsrecht ook welvaartscreatie in brede zin dient.

Een overstijgend belang kan slechts worden gediend, wanneer de vennootschapsleiding voldoende armslag heeft om zelfstandig haar beleid uit te zetten (nr. 207). Keerzijde van de medaille is dat het bestuur verantwoording aflegt. Deze geschiedt niet alleen aan medebestuurders, commissarissen en aandeelhouders maar ook aan bijvoorbeeld de ondernemingsraad, klanten, de publieke opinie, milieuorganisaties etc. Voor wat betreft de zeggenschap van de AVA bepleit deze studie een voornamelijk reactieve rol: beursaandeelhouders hebben maar een beperkt recht van initiatief; hun zeggenschap geschiedt vooral doordat zij voorstellen van de leiding goed- of afkeuren. Een reactieve uitoefening van zeggenschap doet zowel recht aan de belangen van aandeelhouders, als aan de noodzaak tot een vergaande scheiding van de kapitaalverschaffende en leidinggevende functie die wordt belichaamd in het leerstuk van de bestuursautonomie en die op de lange termijn ook het belang van aandeelhouders dient.

Het overstijgende belang van een duurzaam succesvolle onderneming behoeft niet samen te vallen met dat van individuele aandeelhouders. Een spanning tussen de individuele *socii* en de *universitas* komt vooral aan de oppervlakte wanneer een aandeelhouder streeft naar winst op de korte termijn. Kortetermijngedrag – snelle winst boven duurzame winst – kan belangentegstellingen tussen aandeelhouders en de vennootschap en tussen aandeelhouders onderling aanwakkeren (§ 10.2). Het gaat hier om een ingewikkeld fenomeen: alle vennootschapsactoren kunnen zich erdoor laten leiden en eronder lijden. Deze paragraaf concentreert zich op kortetermijngedrag van aandeelhouders: hoe valt de kloof tussen individuele *socii* en de *universitas* te verkleinen?

Doordat de oorzaken ten dele buiten het vennootschapsrecht liggen, kan het vennootschapsrecht niet de enige oplossing brengen. Toch kan het vennootschapsrecht hieraan wel bijdragen. Bijvoorbeeld door een sterke bestuursautonomie – mits overigens van de beloning van bestuurders geen kortetermijnprikkels uitgaat. Een voldoende mandaat stelt het bestuur in staat

een langetermijnstrategie te ontwikkelen en uit te dragen. De vennootschap kan voorts streven naar een stabiele, schokbestendige aandeelhoudersbasis en zij kan zich inspannen om de stem van kernaandeelhouders luider te doen klinken: aandeelhouders van wie, naar redelijkerwijze valt te verwachten, zijn gericht op het duurzame succes van de onderneming. Bijvoorbeeld door de dialoog met aandeelhouders te concentreren op deze kernaandeelhouders. Een ongelijke behandeling vergt wel een helder beleid van de vennootschap.

Ook langs andere wegen kan worden bevorderd dat de stem van aandeelhouders wier belangen parallel lopen aan die van de vennootschap luider klinkt. ASML biedt een creatief voorbeeld. Daarnaast bestaan er verschillende soorten loyaliteitsaandelen. *Loyalty warrants* – optierechten aan aandeelhouders die deze pas kunnen uitoefenen na hun aandelen enkele jaren te hebben vastgehouden – verdienen meer aandacht dan zij tot dusverre hebben gekregen. Ook een (eventueel gelimiteerd) loyaliteits*stemrecht* kan in combinatie met een stembonus vanaf het moment van registratie een nuttige functie vervullen. Hoewel de meeste tegen het loyaliteits*dividend* opgeworpen bezwaren n.m.m. overdreven of overkomelijk zijn, vallen er wel vraagtekens te plaatsen bij de effectiviteit van het instrument dat immers ook passieve aandeelhouders belooft. De effectiviteit valt wellicht te verbeteren met een stembonus vanaf het moment van registratie.

Waar § 10.2 poogt interne belangentegenstellingen te verminderen, onderzoekt § 10.3 hoe deze vallen te overbruggen. Daartoe worden twee beginselen tegenover elkaar gesteld: het *autonomiebeginsel*, op grond waarvan aandeelhouders hun eigen belang tot richtsnoer nemen bij de uitoefening van hun rechten en het *billijkheidsbeginsel* dat, voortspuitend uit art. 2:8 BW, aandeelhouders noopt rekening te houden met de belangen van andere betrokkenen. Aangezien het niet mogelijk lijkt om *hard and fast rules* te ontwikkelen aan de hand waarvan een conflict tussen beide beginselen valt op te lossen, onderzoekt § 10.3 een raamwerk aan de hand waarvan afwegingen aan inzichtelijkheid winnen. Dit raamwerk wordt gevonden in het evenredigheidsbeginsel. Het evenredigheidsbeginsel biedt een afwegingskader aan de hand waarvan aandeelhouders en de vennootschapsleiding hun positie jegens de wederpartij kunnen bepalen. Het evenredigheidsbeginsel kan geen rechtsonzekerheid wegnemen, wel beperken, terwijl het tegelijk ruimte laat voor pragmatische, op het geval toegesneden oplossingen: het evenredigheidsbeginsel definieert de relevante vragen aan de hand waarvan kan worden bepaald welk beginsel in geval van een conflict prevaleert. Het beoogt evenwel te voorkomen dat gedrag van aandeelhouders onevenredige schade toebrengt aan andere belanghebbenden. Daarbij is telkens uitgangspunt dat aandeelhouders hun eigen belang voorop mogen stellen. Aan het billijkheidsbeginsel komt meer gewicht toe naarmate de desbetreffende aandeelhouder meer invloed heeft en naarmate de belangen van anderen meer in het geding zijn. Het evenredigheidsbeginsel vergt bovendien van aandeelhouders dat zij zich de vraag stellen of de gekozen middelen ook

zijn afgestemd op het beoogde doel en of minder ingrijpende alternatieven het doel eveneens in zicht kan brengen.

Het evenredigheidsbeginsel werkt niet alleen in één richting, in die zin dat slechts aandeelhouders rekening moeten houden met de belangen van anderen. In een dialoog met aandeelhouders dient het bestuur zich weliswaar te richten naar het belang van de vennootschap bij een succesvolle onderneming, maar dient het tegelijk de redelijke belangen van individuele aandeelhouders in het oog houden. Het evenredigheidsbeginsel vervult zo een dynamische rol en bevordert dat alle betrokkenen elkaars belangen in het oog houden en de-escalatie nastreven. Onder toepassing van het evenredigheidsbeginsel kan het juiste midden worden gevonden tussen enerzijds het collectieve belang en anderzijds de gerechtvaardigde belangen van individuele aandeelhouders.

Conclusie en slotbeschouwing

220 Opzet van deze studie. In 1622 klaagden opstandige participanten van de VOC dat hun belangen in het gedrang kwamen als gevolg van de dure oorlogen die de VOC voerde op instructie van de Staten-Generaal. Het semi-publieke karakter van de VOC bleek een belangrijke bron van belangenconflicten tussen de VOC en haar participanten. Meer dan twee eeuwen later woedde een geruchtmakende procedure tussen de Nederlandsche Handel-Maatschappij, een van de voorgangers van ABN AMRO, en haar toonderaandeelhouders. Deze aandeelhouders, die zelf geen zeggenschapsrechten genoten, verzetten zich tegen een statutenwijziging die hun dividendrechten beperkte. In 1898 protesteerden aandeelhouders van Koninklijke Olie toen deze door de invoering van een beschermingsconstructie een vijandige overname door Standard Oil probeerde te voorkomen. Koninklijke Olie gaf een nieuwe soort aandelen uit aan bevriende personen. De houders van deze aandelen kregen het recht om bestuurskandidaten bindend voor te dragen ter benoeming. In 2006 en 2007 geraakte Stork in conflict met activistische aandeelhouders die aandrongen op splitsing van het concern.

Geschillen tussen aandeelhouders en de vennootschap zijn eigen aan het vennootschapsrecht. Zij ontstaan niet alleen bij wanbeleid door directeuren. Belangenconflicten tussen individuele aandeelhouders en de vennootschap vormen evenzeer een bron van onenigheid, ook indien van wanbeleid geen sprake is. Dergelijke conflicten doen vragen rijzen die behoren tot de kern van het vennootschapsrecht: wat is de verhouding tussen een aandeelhouder en de vennootschap? Welke verplichtingen zijn bestuurders jegens aandeelhouders verschuldigd? Hoe moet het vennootschapsbelang worden gedefinieerd? Dienen bestuurders andere belangen dan die van de vennootschap in aanmerking te nemen? Mogen aandeelhouders uitsluitend hun eigen belang tot richtsnoer nemen bij de uitoefening van hun rechten?

Deze studie plaatst bovenstaande vragen in historisch perspectief. Zo levert deze studie niet alleen een bijdrage aan de huidige *corporate governance*-discussie, maar verdiept zij tevens onze kennis van de ontwikkeling van het vennootschapsrecht, in het bijzonder ten aanzien van de zeggenschapsverhoudingen binnen de beurs-NV.

De historische analyse grijpt dikwijls terug op twee Romeinsrechtelijke rechtsvormen, de *societas* en de *universitas*, die beide invloed hebben uitgeoefend op het Nederlandse vennootschaps- en rechtspersonenrecht. De beide rechtsvormen dienen ook als metafoor voor een zeer actuele problematiek in het

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

vennootschapsrecht: de spanning die kan optreden tussen het belang van individuele aandeelhouders en het collectieve belang. De *societas* kende veel gewicht toe aan de belangen van individuele vennoten, terwijl de *universitas* meer oog had voor het belang van de institutie.

Dit boek bestaat uit vijf delen. Deel I beschouwt in vogelvlucht de ontwikkeling van de *societas* en *universitas*. De delen II–V geven een chronologische behandeling van de evolutie van de beursvennootschap vanuit het perspectief van de verhouding tussen aandeelhouders en de vennootschap. In deel V staat het huidige *corporate governance*-debat centraal.

221 Deel I: Wortels van de kapitaalvennootschap. *Societas* (maatschap) en *universitas* (~corporatie) zijn in veel opzichten elkaars tegenpool. De *societas* is altijd gericht geweest op het behalen van winst ten gunste van de vennoten; de *universitas* was van oorsprong niet winstgericht. De *societas* werd ontbonden zodra een van de vennoten uittrad. De *universitas* kon daarentegen voor onbepaalde tijd bestaan. Haar voortbestaan was niet afhankelijk van de identiteit van haar leden.

De *societas* was een overeenkomst tussen vennoten, zuiver privaatrechtelijk van aard. De *universitas* had een institutioneel, vaak publiekrechtelijk, karakter dat bijvoorbeeld tot uitdrukking kwam in de vaak verplichte overheidsgoedkeuring bij oprichting. Het contractuele (consensuele) karakter van de *societas* bracht mee dat bij de besluitvorming eenstemmigheid voorop stond. Hierdoor kwam binnen de *societas* groot gewicht toe aan de belangen van individuele vennoten die in eigen naam met derden handelden. De gerichtheid van de *universitas* op deelname aan het rechtsverkeer impliceerde een nadruk op de eenheid van de organisatie. Tot de spaarzame besluitvormingsregels van de *universitas* in het *Corpus Iuris* behoort het meerderheidsbeginsel.

De beide rechtsvormen hebben tijdens de Middeleeuwen een grote evolutie doorgemaakt. Op basis van de *societas* kwam het vennootschapsrecht tot ontwikkeling. De *universitas* bleek geschikt als juridisch kader voor de meest uiteenlopende Middeleeuwse instituties, variërend van de kerk, steden en buurten tot gilden en universiteiten. Sommige van deze, vooral de gilden, hadden een corporatief karakter, werden gekenmerkt een sterke ledenorganisatie. Zo werden bestuurders van een gilde door de leden in de ledenvergadering benoemd.

Vanaf de Middeleeuwen zijn binnen de *universitas* enkele leerstukken uitgedacht die voor de latere ontwikkeling van het rechtspersonenrecht van groot belang zijn geweest. Krachtens fictie werd de *universitas* voor bepaalde doeleinden gelijkgesteld aan een natuurlijk persoon. Deze rechtsfictie vormde de basis voor het ontstaan van een begrip omtrent rechtspersoonlijkheid in de 19^e eeuw. Binnen de *universitas* kwam voorts het besluitvormingsrecht tot ontwikkeling. Het institutionele karakter van de *universitas* bracht mee dat de gebondenheid van leden aan besluiten en regels van de *universitas* niet werd

gestoeld op een overeenkomst, maar op het lidmaatschap van de *universitas*. Dat gold zowel voor monniken van een klooster, burgers van een stad als voor de leden van een gilde.

De *universitas* was door heel Europa bekend. De Engelse verschijningsvorm, *corporation*, had in sommige opzichten een eigen karakter. Uit de handelsgilden kwam in Engeland de *regulated company* voort, de basis voor de latere *joint stock company*, de Engelse kapitaalvennootschap. Evenals gilden op het continent, werden *regulated companies* en *joint stock companies* corporatief georganiseerd als democratische ledenorganisaties.

Ook in de lage landen waren gilden democratisch georganiseerd. De *universitas* vormt daarmee de basis voor het oud-vaderlandse verenigingsrecht. Ook lag de *universitas* ten grondslag aan Nederlandse publiekrechtelijke organisaties zoals waterschappen en de admiraliteit. Deze laatste vertoonden kenmerken die ook bij de VOC en WIC vallen waar te nemen.

222 Deel II: De actiëncompagnie. Dit deel onderzoekt de actiëncompagnie, de kapitaalvennootschap in de 17^e en 18^e eeuw. De VOC was voortgekomen uit een fusie tussen de zogenaamde ‘voorcompagnieën’, personenvennootschappen die voeren op Indië en die werden gekenmerkt door commanditaire verhoudingen tussen bewindhebbers en participanten. Met de oprichting van de VOC in 1602 was echter een wezenlijk andere rechtsvorm ontstaan. Dat bleek uit haar semi-publiekrechtelijk karakter, tot uitdrukking komend in het Octrooi 1602 waarin naast een handelsmonopolie tal van publiekrechtelijke bevoegdheden aan de VOC werden toebedeeld. Deze publiekrechtelijke elementen vallen alle te herleiden tot de *universitas*. Daarmee is niet gezegd dat hieraan een bewuste keuze ten grondslag lag; wel dat de opstellers teruggrepen op een juridisch instrumentarium dat sinds eeuwen voorhanden was.

Bij oprichting was weliswaar voorzien dat de VOC lange tijd zou bestaan, maar niet dat zij voor *onbepaalde* tijd was opgericht. Dit laatste werd mogelijk gemaakt door de snelle opkomst van de aandelenhandel. Aandeelhouders kregen een *exit*-mogelijkheid zonder dat de vennootschap moest worden ontbonden. Een telkens wisselend aandeelhoudersbestand maakte een duurzame organisatie mogelijk. Zonder veel schade voor beleggers konden de bewindhebbers na tien jaar hun verplichting schenden om tot gedeeltelijke liquidatie over te gaan. Zelfs de ontevreden participanten drongen tegen het einde van het eerste Octrooi rond 1623 niet meer aan op liquidatie.

Over de vraag of bewindhebbers in persoon aansprakelijk waren voor schulden die zij in hoedanigheid aangingen bestond in de eerste twee decennia van het bestaan van de VOC geen eenduidigheid. De letterlijke tekst van het Octrooi 1602, traditioneel zo uitgelegd dat bestuurders niet persoonlijk aansprakelijk waren, geeft geen uitsluitel. Tot 1623 kwamen persoonlijke borgstellingen

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

van bewindhebbers nog wel voor, maar hieraan kunnen geen vennootschapsrechtelijke conclusies worden verbonden ten aanzien van de persoonlijke aansprakelijkheid van bewindhebbers. In de periode tussen de oprichting en 1623 vestigde zich de overtuiging dat bewindhebbers behoudens persoonlijke borgstelling niet in persoon aansprakelijk waren voor schulden van de compagnie. Daarmee werd de laatste stap gezet naar de kapitaalvennootschap.

De VOC was weliswaar een kapitaalvennootschap, maar valt niet aan te merken als NV. Zij miste een typerend orgaan: de aandeelhoudersvergadering. Participanten hadden geen zeggenschapsrechten. Aangezien de VOC niet slechts een handelsvennootschap was, maar ook de Spanjaarden en Portugezen uit de Oost moest verdrijven, was de positie van participanten niet benijdenswaardig. De oorlogen, de noodzaak om langetermijninvesteringen te plegen, veelvuldig machtsmisbruik door bewindhebbers en het ontbreken van verantwoording leidden tot een opstand van participanten rondom de vernieuwing van het eerste Octrooi in 1623. Dit conflict leidde tot een nieuw orgaan dat namens de hoofdparticipanten toezicht op de bewindhebbers moest houden. Daarnaast werd het Octrooi gewijzigd om machtsmisbruik tegen te gaan. In de praktijk veranderde echter weinig.

De Engelse *East India Company* was, althans in de 17^e eeuw, meer gericht op handel. Hierdoor traden minder belangenconflicten op dan bij de VOC. De interne organisatie van de EIC vertoonde meer overeenkomsten met de huidige NV. Dankzij een volwaardige aandeelhoudersvergadering die jaarlijks bestuurders (her)benoemde hadden aandeelhouders er meer macht. In financieel opzicht was de EIC echter aanvankelijk minder ver ontwikkeld dan haar Nederlandse zuster: tot halverwege de 17^e eeuw kende zij nog geen permanent kapitaal, terwijl de kapitaalmarkt minder ontwikkeld was. Hierdoor stond de EIC aanvankelijk op achterstand vergeleken met de VOC. Anders dan de VOC zou de EIC als vennootschap echter permanent in ontwikkeling blijven. In de tweede helft van de 18^e eeuw wist de EIC haar Nederlandse ‘zuster’ uiteindelijk te overvleugelen.

In de loop van de 18^e eeuw werd de actiëncompagnie geleidelijk ‘geprivatiseerd’. Bemoeienis van Staten-Generaal, provincie of stad werd geleidelijk minder. De meeste vennootschappen die werden opgericht tijdens de luchtbel van 1720 waren nog verbonden met het provinciale of locale bestuur. Goedkeuring van overheidswege was nog noodzakelijk, zo blijkt uit het feit dat het stadsbestuur van Amsterdam een assurantiecompagnie wist tegen te houden.

Geleidelijk verdween de invloed van de *universitas*. In de tweede helft van de 18^e eeuw werden actiëncompagnieën zonder overheidsbemoeienis opgericht. De statuten golden als overeenkomst tussen de betrokken partijen. De macht van aandeelhouders was meestal beperkt. Voor zover de actiëncompagnie een aandeelhoudersvergadering kende, kwam deze maar zelden bijeen: beleggers schonken in de praktijk het vertrouwen aan commissarissen om namens hen

toezicht op het bestuur te houden. Dikwijls werden bestuurders door commissarissen benoemd.

Sommige van deze privaatrechtelijke actiëncompagnieën staan nog dicht bij de personenvennootschap. Dit blijkt onder andere uit twee zaken die in 1782 en 1783 aan de Hoge Raad van Holland, Zeeland en West-Friesland werden voorgelegd. De commissarissen van de Amsterdamse Assurantie-Societeit werden daarin persoonlijk aansprakelijk gehouden voor handelingen van de directeur op wie zij toezicht moesten uitoefenen. Kennelijk verschilde dit type vennootschap van de VOC en WIC, wier bewindhebbers niet persoonlijk aansprakelijk waren.

Deze studie verdedigt dat er aan het einde van de 18^e eeuw twee soorten kapitaalvennootschappen bestonden: de semipubliekrechtelijke VOC en WIC, en een zuiver privaatrechtelijke actiëncompagnie waarvan sommige nog kenmerken vertoonden van de personenvennootschap. De grens tussen personen- en kapitaalvennootschap verliep vloeiend.

223 Deel III: De open kapitaalvennootschap in de 19^e eeuw. In 1811 werd de Franse *Code de Commerce* in Nederland ingevoerd en daarmee de *société anonyme*. Voortbouwend op de Franse privaatrechtelijke actiëncompagnie van de late 18^e eeuw berustte de SA op een contractuele grondslag. De vennootschap was naamloos, omdat haar vennoten niet in de naam van de vennootschap terugkwamen. Zo werd onderstreept dat crediteuren zich slechts konden verhalen op het vennootschapsvermogen, niet op dat van de aandeelhouders.

In reactie op misbruik in de praktijk introduceerde de CdC het preventief overheidstoezicht bij de oprichting. Aanvankelijk behelsde de goedkeuring van de regering weinig meer dan een formaliteit. De interne organisatie van vennootschappen verschilde maar weinig met die van kapitaalvennootschappen die aan het einde van de 18^e eeuw werden opgericht. De introductie van de SA in Nederland had dus aanvankelijk weinig gevolgen voor de praktijk.

Dat veranderde aan het einde van de jaren 1820. Het overheidstoezicht werd ingezet als instrument om invloed uit te oefenen op het bedrijfsleven. De oprichting werd moeilijker toen de regering bij het preventief toezicht ging letten op de bescherming van minderheidsaandeelhouders en crediteuren. De koning behield zich het recht voor de bewilliging in te trekken. Aangezien een SA niet kon bestaan zonder goedkeuring van overheidswege, betekende dit dat een SA van rechtswege zou zijn ontbonden.

Het nieuwe beleid leidde tot een richtingenstrijd in de jaren 1830. Liberale koopmannen beriepen zich op de vrijheid van inrichting en de contractsvrijheid. Eveneens op basis van liberale argumenten betoogde de regering dat aandeelhouders de hoogste macht vormden en dat een einde moest worden gemaakt aan de oligarchische traditie. In het Wetboek van Koophandel (1838) kwam het uiteindelijk tot een compromis: de bewilliging werd slechts geweigerd indien de statuten zouden strijden met de wet of openbare orde; deze kon niet

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

tussentijds worden ingetrokken. Anderzijds maximaliseerde de wet het aantal stemmen dat een aandeelhouder zou kunnen uitbrengen en bepaalde de wet dat bestuurders door de vennoten zouden worden benoemd.

De tweede helft van de 19^e eeuw vormt een belangrijke periode voor het NV-recht. De economie maakte een grote groei door en de internationale vrijhandel leidde voor het eerst tot een Europese concurrentie van vennootschapsrechtstelsels. Anders dan in Nederland groeide de onstuimige Duitse economie met horten en stoten. De *Gründerkrise* in de jaren 1870 leidde in Duitsland tot een *corporate governance*-debat, gevolgd door tal van wetswijzigingen. Zeker toen in 1879 de zwendel van de Rotterdamse ondernemer Pincoffs aan het licht kwam sloeg de Duitse discussie naar Nederland over. De situatie in de beide landen was echter te verschillend: in Duitsland werd de wet voortdurend aangepast, in Nederland kwam een nieuwe NV-wet niet van de grond.

Op de vleugels van de economische groei in de tweede helft van de 19^e eeuw maakte het vennootschapsrecht in de praktijk wel een grote ontwikkeling door. Door de oprichting van veel besloten NV's steeg het aantal NV's sterk. In het laatste decennia van de 19^e eeuw raakte de beurs-NV geleidelijk in zwang. De meeste beurs-NV's hadden een of enkele grootaandeelhouders die langs verschillende wegen wisten te ontkomen aan de dwingende stemrechtbeperking van het WvK. Opvallend is dat daartoe in de eerste decennia na de inwerking-treding van het WvK gebruik werd gemaakt van bindende voordrachtsrechten zodat de oude oligarchische praktijk in zoverre werd voortgezet. Geleidelijk maakten deze voordrachtsrechten plaats voor niet-bindende aanbevelingen.

In de laatste decennia van de 19^e eeuw oriënteerde Nederland zich steeds meer op Duitsland in plaats van op Frankrijk. Dat geldt ook voor het vennootschapsrecht. In Duitsland had Savigny zijn rechtspersoonlijkheidstheorie ontwikkeld op basis van de *universitas*. Aanvankelijk had dit nog weinig vennootschapsrechtelijke consequenties, omdat de AG, evenals de SA en de NV, werd gezien als *species* van de *societas*. Met een invloedrijk werk van Renaud in 1863 veranderde dit in Duitsland: hij kende de AG rechtspersoonlijkheid toe door haar dogmatisch te scharen onder de *universitas*. Dit had onder andere gevolgen voor de aard van de oprichtingshandeling, het karakter van de statuten en van meerderheidsbesluiten. Doordat de AG een institutioneel karakter kreeg werd het mogelijk om te onderscheiden tussen aandeelhouders- en vennootschapsbelang. Renaud beïnvloedde wel de Nederlandse discussie, maar bepaalde nog niet de heersende leer. Later, in de aanloop naar de institutionele leer in Nederland zouden Meijers en Scholten wel degelijk voortbouwen op deze – inmiddels in Duitsland gevestigde – ideeën.

224 Deel IV: Oligarchie en groei van de onderneming. In de laatste decennia van de 19^e eeuw was het bindend voordrachtsrecht in onbruik geraakt

doordat hiervoor geen koninklijke bewilliging meer werd gegeven. De introductie van het bindend voordrachtsrecht in de statuten van de Koninklijke Olie in 1898 vormde het begin van een lange discussie over de toelaatbaarheid ervan. Tot aan de herziening van het vennootschapsrecht in 1928 is met deze vraag geworsteld. Intussen voerden vanaf ongeveer de Eerste Wereldoorlog veel vennootschappen oligarchische regelingen in. Controlerend-aandeelhouders verzekerden daarmee het behoud van hun zeggenschap ondanks dat hun belangen verwaterden bij de vele emissies die in de jaren '10 en '20 plaatsvonden. De *Überfremdungsangst* leverde daarbij een praktisch gelegenheidsargument. Dankzij het hoge vertrouwen van beleggers in bestuurders werd de inperking van de macht van externe aandeelhouders in de praktijk geaccepteerd.

In de decennia na de herziening van het NV-recht zou de macht van aandeelhouders verder slinken als gevolg van de groei van veel ondernemingen. Hierdoor veranderde de verhouding tussen vennootschap en onderneming. Vennootschap en onderneming zijn vaak nauw met elkaar verbonden, maar moeten niet worden verward. Een onderneming is een sociaal-economisch fenomeen, een samenwerkingsverband tussen de productiefactoren arbeid, kapitaal en leiding. Een NV, een vennootschapsvorm, is een kapitaalsassociatie. De belangrijkste actoren binnen de NV zijn bestuurders, commissarissen en aandeelhouders; de betrokkenheid van werknemers binnen de NV is van oudsher beperkt.

Een NV kan een onderneming voeren, maar dat hoeft niet. Andersom kan een onderneming ook worden gevoerd door bijvoorbeeld een natuurlijk persoon of een vereniging. De groei van ondernemingen leidde in de 20^e eeuw tot een geringere betrokkenheid van aandeelhouders: de groei ging gepaard met een geleidelijke spreiding van het aandelenbezit. Deze spreiding bevordert coördinatieproblemen en absenteïsme onder aandeelhouders. Deze ontwikkeling had weer tot gevolg dat een aandeelhouder met een relatief klein belang een onevenredige invloed kon uitoefenen op de vergadering. Om zich tegen dit risico te wapenen, werden er in de 20^e eeuw tal van constructies opgezet die de macht van aandeelhouders verder beperkten.

De groei van ondernemingen vergrootte tegelijk de macht van bestuurders. Deze kregen in de na-oorlogse decennia steeds meer oog voor de belangen van werknemers, ten koste van het aandeelhoudersbelang. De invloed van aandeelhouders schrompelde ineen.

Deze ontwikkeling kreeg haar juridische weerslag in de institutionalisering van de *vennootschap* en in de institutionalisering van de *onderneming*. De *institutionele vennootschapsleer* uitte zich onder andere in het leerstuk van de bestuursautonomie: de taak van het bestuur werd ruimer, zulks ten koste van de residuele bevoegdheid van de AVA. Bestuurders werden bovendien sinds ongeveer het einde van de jaren '50 niet meer als lasthebbers van de AVA beschouwd: zij hadden een eigen taak, met eigen, geen afgeleide bevoegdheden. In dezelfde periode werd de contractuele vennootschapsleer verlaten.

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

Een aanloop werd genomen in een reeks arresten vanaf de jaren '20 die bezwaarlijk vallen te verenigen met de contractuele leer en waarin geleidelijk een eigen belang van de vennootschap valt waar te nemen, te onderscheiden van de belangen van de meerderheid van de aandeelhouders. Volgens de institutionele leer wordt de NV geregeerd door een eigen vennootschapsorde, gevormd door wet, statuten en besluiten. Besluiten vormen een rechtshandeling van eigen aard en worden niet langer geconstrueerd als overeenkomst. De *universitas* nam als het ware de plaats in van de *societas*.

Het proces van de *institutionalisering van de onderneming* speelde zich gedeeltelijk in dezelfde periode af en houdt nauw verband met de institutionele vennootschapsleer, maar bereikte zijn voltooiing pas in 1971 met de invoering van de structuurregeling en de wettelijke erkenning van het belangenpluralisme.

In de twee decennia na de invoering van de structuurregeling bereikte de invloed van aandeelhouders een dieptepunt. Dit was het gevolg van een nieuwe beschermingsmaatregel die aan het einde van de jaren '60 zijn intrede had gedaan: de uitgifte van (preferente) beschermings aandelen waarmee de invloed van de AVA kon worden geneutraliseerd. Bedoeld als bescherming tegen onverhoedse overvallen, werd het middel regelmatig ook offensief ingezet, om ongewenste invloed van bestaande aandeelhouders in te perken.

225 Deel V: Onder rechtseconomisch gesternte. Begin jaren '90 was de macht van aandeelhouders zo ver geslonken dat behoefte bestond aan herstel van het machts evenwicht. Tezelfdertijd onderging het aandeelhoudersbestand van veel vennootschappen grote wijzigingen doordat de kapitaalmarkten werden geliberaliseerd en beleggers zich voorbereiden op de invoering van de euro. Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en banken bouwden hun Nederlandse belangen af, terwijl Engelse en Amerikaanse institutionele beleggers belangen opbouwden. Het referentiekader van de nieuwe aandeelhouders werd in overwegende mate gevormd door de op het aandeelhoudersbelang gerichte *agency*-theorie. Vanaf dat moment deed de invloed van de *agency*-theorie zich ook Nederland gevoelen. Centraal daarin staan *agency*-kosten, de kosten voor aandeelhouders die het gevolg zijn van handelingen van de vennootschap of bestuurders die niet zijn gericht op het aandeelhoudersbelang. Voorts worden als *agency*-kosten beschouwd de kosten in verband met toezicht op bestuurders. De *agency*-theorie is erop gericht deze kosten zo veel mogelijk te beperken. Daartoe zijn verschillende instrumenten aangedragen, waaronder de *market for corporate control*, de beloning van bestuurders in aandelen en opties en het vergroten van de zeggenschap van aandeelhouders.

Als model heeft deze theorie onmiskenbaar haar verdiensten; zij heeft het inzicht in vennootschappelijke belangentegenstellingen verdiept. Tegelijk valt de *agency*-theorie – die bijvoorbeeld niet onderscheidt tussen vennootschap, onderneming en rechtspersoon – op tal van punten lastig te verenigen met het Nederlandse recht. Bovendien berust deze theorie op enkele discutabele

vooronderstellingen. Zij gaat uit van een *homo economicus*, een efficiënte markt en adequate regulering van externe kosten. Deze veronderstellingen zijn de laatste jaren onder vuur komen te liggen. Bovendien worden zowel in de probleemanalyse als in de voorgestelde oplossingen niet-kwantificeerbare elementen dikwijls genegeerd of ondergewaardeerd. Mede hierdoor is de analyse onvolkomen en zijn schadelijke bij-effecten van de voorgestelde remedies onvoldoende verdisconteerd. Niettemin is de *agency*-theorie van grote praktische betekenis, omdat tal van marktactoren de vennootschapsverhoudingen bezien vanuit het *agency*-paradigma. De *agency*-theorie leverde een ideologische basis voor een herwaardering van het aandeelhoudersbelang.

Verscheidende stromen kwamen in de jaren '90 samen: een behoefte aan versterking van de positie van aandeelhouders teneinde het machtsverwicht te herstellen, de internationale furore van de *agency*-theorie en een veranderend aandeelhoudersbestand. Schandalen omstreeks de millenniumwisseling vormden een verdere katalysator voor verandering: binnen enkele jaren werd stemmen op afstand geïntroduceerd, de structuurregeling hervormd, het agenderingsrecht en art. 2:107a BW geïntroduceerd en werd de Code Tabaksblat opgesteld. Tezelfdertijd bouwden veel vennootschappen hun beschermingswallen vrijwillig af.

Deze veranderingen hadden onmiddellijke consequenties voor het vennootschappelijke krachtenveld. Offensieve aandeelhoudersactivisten namen grote belangen en trachtten de strategiebepaling naar zich toe te trekken. Bestuurders en commissarissen, die zich in dezelfde periode meer waren gaan oriënteren op het aandeelhoudersbelang, waren niet altijd voorbereid op de gewijzigde verhoudingen. Tegelijk bestond onduidelijkheid over de gedragsnormen van bestuurders en commissarissen in een conflict met offensieve activisten. Deze onzekerheid werkte in het voordeel van de laatsten. Zij aarzelden niet om de grenzen van hun nieuwe bevoegdheden af te tasten en schakelden meermalen de Ondernemingskamer in die haar bevoegdheden om onmiddellijke voorzieningen te gelasten met enthousiasme aanwendde. Het onbedoelde gevolg van het rechterlijke enthousiasme kon zijn dat de enquêteprocedure werd ingezet als instrument voor offensieve activisten, ook wanneer voor het begin van de campagne van offensieve activisten geen twijfel had bestaan aan een juist beleid.

De verschillende wetswijzigingen en de Code Tabaksblat waren erop gericht om de verantwoording van het bestuur te verbeteren. De wetgever had echter nooit beoogd om de bevoegdheidsverdeling met betrekking tot de strategiebepaling te wijzigen. Niet blijkt dat de wetgever aan aandeelhouders het initiatiefrecht met betrekking tot de strategie heeft willen geven. Aandeelhoudersactivisten bekommerden zich evenwel niet om dit subtiel onderscheid.

De reactie op het offensieve activisme zoals zich dat bij Stork en ABN AMRO had voorgedaan liet niet lang op zich wachten. De Hoge Raad maande de Ondernemingskamer meermalen en onderstreepte de betekenis van de

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

bestuursautonomie, ook ten aanzien van de strategie. Tussen 2008 en 2013 werden naast de Corporate Governance Code verschillende wetten gewijzigd die de positie van het bestuur ten opzichte van aandeelhouders wat versterkten. Intussen had de kredietcrisis de slagkracht van offensieve activisten tijdelijk aangetast.

In de laatste jaren is het discours verlegd en staat het bevorderen van een duurzame betrokkenheid van aandeelhouders en continue dialoog buiten de vergadering in de belangstelling. Verschillende gedragscodes beogen de kwaliteit van de betrokkenheid van aandeelhouders te verbeteren. Tegelijk wordt de dialoog tussen bestuur en aandeelhouders belemmerd door tal van factoren. Daartoe behoort vooral de extreme spreiding van beleggingen door veel institutionele beleggers. Het valt te verwachten dat de discussie zich de komende jaren zal toespitsten op de vraag hoe duurzame betrokkenheid van aandeelhouders verder kan worden bevorderd.

Het slothoofdstuk keert terug naar de *societas* en *universitas*, in overdrachtelijke zin op te vatten als de spanning tussen de belangen van individuele aandeelhouders en het collectieve belang. In de afgelopen decennia is het debat over het vennootschapsbelang te veel gericht op de vraag hoe waarde moet worden verdeeld onder de verschillende betrokkenen: ligt het primaat bij het aandeelhoudersbelang, of bij bepaalde *stakeholders*? Deze studie stelt voor om het debat minder te concentreren op verdelingsvraagstukken en in plaats daarvan te zoeken naar een gedeeld belang van alle betrokkenen. In beginsel hebben alle betrokkenen belang bij het succes van de onderneming op de lange termijn. Dit succes hangt af van de mate waarin de onderneming erin slaagt om op bestendige wijze waarde te creëren. Een gerichtheid op duurzame waardecreatie biedt ook een pragmatische uitweg voor verdelingsdiscussies: afhankelijk van de omstandigheden van het geval zal het langetermijnbelang van de onderneming zijn gebaat bij hogere investeringen, een stabiel dividend of hogere lonen voor bepaalde werknemers. De ideologische discussie over verdeling van welvaart verliest veel van zijn betekenis, wanneer het debat verschuift naar de vraag hoe duurzame waarde kan worden gecreëerd.

Een focus op het duurzame succes van de onderneming kan er ook toe bijdragen dat het vennootschapsbelang zo veel mogelijk in lijn wordt gebracht met het maatschappelijk belang bij succesvolle ondernemingen. Tegelijk wordt betoogd dat het bestuur voldoende armslag toekomt om acht te slaan op externe kosten die het gevolg kunnen zijn van het handelen van de vennootschap. Het bestuur van de beurs-NV dient het duurzame succes van de onderneming te bevorderen, waarbij het bestuur (i) zo veel als redelijkerwijs mogelijk voorkomt dat direct belanghebbenden onevenredig worden getroffen en (ii) zo veel als redelijkerwijs mogelijk de (risico's op) externe kosten voorkomt of beperkt.

Deze bestuursopdracht impliceert een sterke bestuursautonomie. Daartegenover staat de plicht van bestuurders tot verantwoording, niet alleen aan commissarissen en aandeelhouders, maar bijvoorbeeld ook aan crediteuren

via leningvoorwaarden, aan werknemers in de ondernemingsraad, aan klanten, de publieke opinie en toezichthouders.

Bij een beurs-NV is de zeggenschap van aandeelhouders voornamelijk negatief, in die zin dat de belangen van aandeelhouders worden gewaarborgd doordat zij hun goedkeuring aan ingrijpende bestuursvoorstellen kunnen onthouden en doordat zij uiteindelijk bestuurders en commissarissen kunnen ontslaan. Aandeelhouders hebben ook enkele beperkte positieve zeggenschapsrechten in de vorm van het convocatie- en agenderingsrecht; deze doen echter niet af aan de taken en bevoegdheden van het bestuur, bijvoorbeeld met betrekking tot de vaststelling en uitvoering van de strategie. Een voornamelijk negatieve uitoefening van zeggenschap geeft in de regel een goede balans tussen enerzijds het individuele belang van aandeelhouders en het collectieve belang van de vennootschap, tussen *socii* en *universitas*.

Het overstijgende belang bij het duurzame succes van de onderneming valt niet altijd samen met dat van individuele aandeelhouders. Dat geldt vooral wanneer een aandeelhouder snelle winst prefereert boven duurzame winst. Kortetermijngedrag vormt daarom een belangrijke bron van interne belangen- tegenstellingen en kan aan het duurzame succes van de onderneming in de weg staan. Voorgesteld wordt om in Europees verband de zeggenschap van aandeelhouders van de *bieder* in geval van een vrijwillig openbaar bod te versterken. Deze aandeelhouders hebben, meer dan de aandeelhouders van de doelvennootschap, belang bij een succesvolle overname op de lange termijn. Voorts wordt bepleit om vooral kernaandeelhouders te betrekken in de dialoog met de vennootschap: aandeelhouders die, naar redelijkerwijze valt te verwachten, zich richten op het duurzame succes van de onderneming. Het gelijkheidsbeginsel behoeft hiermee niet in strijd te zijn, mits de vennootschap een helder beleid hanteert. Afhankelijk van het aandeelhoudersbestand kan ook de introductie van een (eventueel gelimiteerd) loyaliteitsstemrecht, in combinatie met een stembonus vanaf het moment van registratie een nuttige functie vervullen. Ook *loyalty warrants* verdienen overweging.

Wanneer belangentegenstellingen tussen *socii* en de *universitas* niet kunnen worden verkleind, rijst de vraag hoe zij in geval van conflict vallen te overbruggen. Dit kan geschieden door toepassing van het evenredigheidsbeginsel. Het evenredigheidsbeginsel biedt een formeel afwegingskader aan de hand waarvan aandeelhouders en de vennootschapsleiding hun positie jegens elkaar kunnen bepalen. Het evenredigheidsbeginsel kan geen rechtsonzekerheid wegnemen, wel beperken, terwijl het ruimte laat voor pragmatische oplossingen: het definieert de relevante vragen aan de hand waarvan kan worden bepaald of een aandeelhouder andere dan zijn eigen belangen moet laten meewegen of prevaleren. Aandeelhouders zullen zich de belangen van anderen meer moeten aantrekken, naarmate zij meer invloed hebben en naarmate de belangen van anderen meer in het geding zijn. Omgekeerd dient het bestuur

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

zich weliswaar in beginsel te richten op het duurzame succes van de onderneming, maar dient het zo veel mogelijk te voorkomen dat de belangen van onder andere aandeelhouders onevenredig worden geschaad. Onder toepassing van het evenredigheidsbeginsel kan het juiste midden worden gevonden tussen enerzijds de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders en anderzijds het collectieve belang. Het juiste midden tussen *societas* en *universitas*.

Slotbeschouwing

226 Context matters. Tot slot rest nog één vraag: welke factoren bepalen de zeggenschapsverhouding tussen kapitaalverschaffers en vennootschapsleiding (nr. 14)? De nummers 226 en 227 beantwoorden deze vraag, springend door de vennootschapsgeschiedenis.

Dankzij de hooggespannen verwachtingen bij een kapitaalkrchtig publiek kon de VOC bij haar oprichting eenvoudig eigen vermogen aantrekken zonder investeerders zeggenschap te gunnen. Door ervaring wijs geworden waren beleggers 19 jaar later bij de oprichting van de WIC minder enthousiast: pas nadat hun rechten en het monopolie waren uitgebreid kon de WIC kapitaal aantrekken. De oprichting van de VOC en WIC illustreert dat de positie van aandeelhouders mede afhangt van *vraag en aanbod van kapitaal*. Dat is vandaag de dag niet anders. In de laatste decennia heeft de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer de invloed van de factor kapitaal versterkt. Doordat beleggers hun geld steeds eenvoudiger kunnen verplaatsen, hebben zij hun invloedspositie kunnen versterken ten opzichte van de factor arbeid en leiding.

Een andere belangrijke factor die de relatie tussen bestuur en aandeelhouders bepaalt is de *spreiding van het aandelenbezit*. Naarmate het aandelenbezit meer geconcentreerd is, zullen grootaandeelhouders een sterke positie innemen. De spreiding van het aandelenbezit bevordert daarentegen aandeelhoudersabsenteïsme. Daarmee groeit ook het risico dat aandeelhouders met een klein belang de vergadering kunnen beheersen. Ter bestrijding van dit risico is de macht van aandeelhouders in de 20^e eeuw op tal van manieren beknot. Per saldo leidde de spreiding van het aandelenbezit hierdoor veelal tot een versterking van het bestuur ten opzichte van aandeelhouders. De spreiding van het aandelenbezit hing vaak samen met de *groei van de onderneming*, een ontwikkeling die in de 20^e eeuw eveneens heeft geleid tot versterking van de macht van bestuur en RvC ten koste van aandeelhouders.

De invloed van aandeelhouders is door de eeuwen ook door *culturele factoren* bepaald.¹ Bijvoorbeeld doordat het aanbod van kapitaal mede als gevolg van de Nederlandse calvinistische traditie van spaarzin altijd ruimschoots aanwezig was. Tegelijk bevorderde het overzichtelijke land met een

1. Vgl. Calkoen 2011, 239 e.v.

homogene cultuur het vertrouwen van beleggers in ondernemingen. Meer dan elders waren Nederlandse beleggers bereid geld te investeren in ondernemingen, vertrouwend dat de commissarissen zouden waken over hun belangen. Een ontwikkelde kapitaalmarkt is door de eeuwen heen gepaard gegaan met beperkte zeggenschap voor aandeelhouders; regenten waakten over publieke en private belangen. Tot de jaren '80 van de 20^e eeuw deden zich maar zelden schandalen voor. Voordien vormde de 'bonafiditeit van de Hollandse industrieel en koopman' een natuurlijke rem op misbruik.² Lange tijd kon Nederland daarom met een verouderde vennootschapswetgeving uit de voeten en waren beleggers bereid te investeren zonder veel zeggenschap.

Bij sommige vennootschappen zijn de machtsverhoudingen ook bepaald door invloed van de *politiek*. Doordat de VOC de handel moest combineren met een van hogerhand opgedragen oorlogspolitiek, genoten participanten nauwelijks invloed. Bij de Engelse *East India Company* daarentegen stond de handel voorop en was de positie van aandeelhouders veel sterker. De Franse *Compagnie des Indes Orientales* daarentegen was een zuiver verlengstuk van de koning die naar believen beschikte over 'zijn' compagnie. Aandeelhouders hadden zeggenschap noch *exit*, en werden zelfs gedwongen tot bijstorting. Een *exit*-mogelijkheid vervult vaak een substituut voor *voice*, zeggenschap van aandeelhouders. Maar de stem van aandeelhouders is uiteindelijk ook afhankelijk van een geloofwaardige *exit*-mogelijkheid.

De positie van aandeelhouders is verder beïnvloed door *ideologische motieven*. Denk aan de uitholling van de zeggenschap van aandeelhouders met de invoering van het structuurregime in 1971; vanaf de jaren '90 geschiedde het omgekeerde: de *agency*-theorie verschaftte een ideologische basis voor een versterking van de macht van aandeelhouders.

Zo zijn de machtsverhoudingen binnen de vennootschap van oudsher gevormd door tal van factoren die elkaar nu eens versterken, dan weer neutraliseren.

227 *Law matters?* Wanneer de machtsverhoudingen grotendeels worden bepaald door factoren buiten het vennootschapsrecht, wat is dan de betekenis van het vennootschapsrecht in dit krachtenspel?³ Men kan stellen dat het vennootschapsrecht twee functies heeft: een faciliterende en een regulerende functie.⁴

Het vennootschapsrecht *faciliteert* ondernemerschap door rechtsvormen te creëren die bevorderen dat risicodragend kapitaal kan worden aangetrokken. De VOC en WIC illustreren het belang van de faciliterende functie van het vennootschapsrecht. De uitgesloten externe aansprakelijkheid van aandeelhouders en de overdraagbaarheid van participaties bevorderden de bereidheid van investeerders om geld in te leggen. Toen naderhand papieren rechten niet altijd

2. Van der Grinten 1953, 183.

3. Over deze vraag ook De Jong, Jonker & Röell 2013.

4. Assink 2010; Assink I (in druk), hoofdstuk 1, § 1.

CONCLUSIE EN SLOTBESCHOUWING

konden worden gerealiseerd, viel het de WIC lastiger het benodigde kapitaal te vergaren.

Het vennootschapsrecht heeft naast een faciliterende ook een *regulerende* functie, gericht op het beschermen van de belangen van bepaalde betrokkenen of het algemeen belang. Een voorbeeld biedt het stemplafond dat in 1833 werd geïntroduceerd. Dit stemplafond beoogde de invloed van kleinaandeelhouders te waarborgen door het aantal stemmen per aandeelhouder te maximaliseren. Een ander voorbeeld van de regulerende functie van het vennootschapsrecht biedt het enquêterecht dat van grote betekenis is voor de interne verhoudingen van Nederlandse beurs-NV's.

Tot zowel de faciliterende als de regulerende functie van het vennootschapsrecht behoort het bevorderen van de rechtszekerheid en de bescherming van rechten. Misschien nog belangrijker: in beide functies ligt ook een intrinsieke waarde besloten: *sum cuique tribuere*, ieder het zijne te bedelen.

Het vennootschapsrecht en de in het vorige nummer genoemde externe krachten die de machtsverhoudingen binnen de vennootschap bepalen, beïnvloeden elkaar wederzijds. In de regel vervult het vennootschapsrecht een reactieve rol: in reactie op externe ontwikkelingen neemt het vennootschapsrecht belemmeringen weg of stelt het juist grenzen. Tegelijk kan een reactie van het recht op zijn beurt weer, in combinatie met externe factoren, de interne verhoudingen bepalen. Dit kan vervolgens leiden tot een nieuwe reactie van het recht.

Een recent voorbeeld biedt de bevoegdheid van de Ondernemingskamer tot het gelasten van onmiddellijke voorzieningen.⁵ Dit instrument is geïntroduceerd ter bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het veelvuldig gelasten van onmiddellijke voorzieningen door de Ondernemingskamer was de wetgever na verloop van tijd echter wat veel van het goede. Het enquête-instrument werd niet slechts defensief, maar ook offensief ingezet, zodat de balans doorsloeg in een richting die de wetgever onwenselijk achtte. Deze heeft de drempel voor aandeelhouders om een enquêteverzoek in te dienen daarom verhoogd. Tevens werd een door de Hoge Raad ontwikkelde subsidiariteits- en evenredigheidstoets bij het gelasten van voorzieningen in de wet opgenomen.

Zo vervult het recht een eigen rol in de vennootschapsverhoudingen, naast andere factoren waarvan vaak een meer proactieve kracht uitgaat. *Law matters*, kortom. Als onderdeel van de steeds veranderende context.

5. Een vergelijkbaar mechanisme deed zich voor bij het agenderingsrecht.

Summary and concluding observations

In 1622, disgruntled shareholders of the Dutch East India Company (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie* or VOC) complained that their interests had been harmed, as the directors had entered into expensive warfare against the Spaniards. The States General had instructed the VOC directors to chase away the Spaniards from the East. The semi-public nature of the VOC was an important conflict of interest between shareholders and the VOC. More than two centuries later, holders of bearer shares of the Dutch Trade Association (*Nederlandsche Handel-Maatschappij*, or NHM), one of the predecessors of ABN AMRO, took legal action against the NHM, which had deprived them of their dividend rights without their consent. By the end of the 19th century, shareholders of Royal Dutch – which later merged with Shell – protested when Royal Dutch tried to prevent an unfriendly takeover by Standard Oil. Royal Dutch issued a new class of shares to insiders, who had the right of a binding nomination for the appointment of directors. In 2007, activist hedge funds forced a split up of Stork against the will of the board and many shareholders.

Conflicts between shareholders and the company are an inherent feature of company law. They do not only arise in case of mismanagement by the directors. Conflicts of interest between individual shareholders and the company or fellow shareholders also serve as an important source of shareholder revolts. These conflicts give rise to questions which are at the heart of company law: what is the relation between a shareholder and the company? What duties does a director owe his shareholders? How should the interest of the company be defined? Do directors need to take into account other interests than the company's interest? Are shareholders well suited to prevent mismanagement by directors? May shareholders act solely in their own interest, or do they need to take into account the interests of others?

This study addresses these questions from a historical perspective. It not only tries to find answers under current company law, but it also aims at deepening our insight into the evolution of company law, particularly with respect to the balance of power within companies. The focus is on Dutch law, but the argument is embedded in a broad international context, taking into account influences from other legal traditions, including the UK, the US, Germany and France.

Two legal forms, originating from Roman law, play an important role in this book: *societas* (partnership) and *universitas* (corporation). Both have historically influenced the development of company law. But they are also used as a metaphor for conflicts of interest between individual shareholders and the collective interest. The Roman *societas* attached great importance to the

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

interests of individual partners, whereas the *universitas* has emphasised the interest of the institution as a whole.

This book consists of five parts. Part I summarises the historical development of *societas* and *universitas*. Parts II–V chronologically analyse the development of the law on listed companies from the perspective of the relationship between shareholders and the company. Part V deals with the heart of the contemporary corporate governance debate.

Part I: Roots of the company limited by shares: *societas* and *universitas*.

Societas and *universitas* were each other's opposites in many respects. *Societas* has always been focused on profit in favour of the partners; originally, the *universitas* was a not-for-profit association. A *societas* dissolved as soon as one of the partners left the partnership. In principle, a *universitas* could exist for an indefinite period of time and its existence did not depend on the identity of its members.

The *societas* constituted a private contract between the partners. The *universitas*, however, is rooted in public law and had an institutional nature. The incorporation of an *universitas*, for instance, normally depended on governmental approval. As the *societas* was a contract, the decisions were taken by unanimity. Consequently, great importance was attached to the interests of individual partners who were trading in their own name. The *universitas*, however, was able to enter into third party transactions. This implied an emphasis on the unity of the organisation and its collective interest. Among the few rules regarding the decision making process of the *universitas* was the principle of majority voting.

Both *societas* and *universitas* evolved during the Middle Ages. The law on partnerships was developed on the basis of the *societas*. The *universitas* provided a suitable legal framework for the most diverse Medieval institutions, including the church, towns, boroughs, guilds and universities. Some of these, notably the guilds, were democratically organised: for instance, directors were appointed by the members in a general meeting.

The medieval *universitas* is also the basis for the emergence of a concept of legal personality in the 19th century. Rules on the internal decision making process and on the binding character of charters, regulations and resolutions were developed within the framework of the *universitas*. The institutional nature of the *universitas* implied that the members were bound by the rules of the *universitas*, not because they agreed to them, but because they were members. This doctrine did not only apply to members of a guild, but also to monks in a monastery and to citizens of a town.

The *universitas*, or *corporation* as it was called in England, was received throughout Europe, but it had various features in different countries. In England, for instance, the regulated company evolved out of the trading guilds.

The regulated company served as a legal basis for the joint stock company of which the English East India Company (EIC) is an important example. Like the guilds, regulated companies and joint stock companies were democratically organised. In the Low Countries, the *universitas* served as a framework for various (semi-)public institutions including water boards and the Admiralty. The organisation of the latter bore some similarities with the VOC.

Part II: The company limited by shares in the 17th and 18th century.

This part examines the *actiëncompagnie*, the company limited by shares as it evolved in the 17th and 18th century. The VOC, the world's most powerful company in the 17th century, was the result of a merger between the so-called precompanies (*voorcompagnieën*): partnerships of merchants incorporated for a single journey to the East. Investors enjoyed limited liability. The incorporation of the VOC in 1602, however, gave birth to a different institution. The VOC was incorporated pursuant to a charter granted by the States General, a representative body of the seven provinces of the Low Countries. The charter shows that the VOC was semi-public by nature. The charter, for instance, granted important public powers in order to govern the territories in the East which can be derived from the legal framework, offered by *universitas*.

Upon incorporation, it was envisaged that the VOC would exist for a long time. The incorporators did not realise, however, that they established a company for an indefinite period of time. The latter was made possible by the rapid emergence of the stock trade in VOC shares. As a result of the emergence of a secondary market, shareholders got an *exit*-opportunity without the dissolution of the company being required. A constantly changing shareholder base enabled a sustainable organisation.

Although the VOC was a company limited by shares, it cannot be considered an NV. It lacked a typical feature of the NV: a shareholders' meeting. Shareholders (participants) had no control rights whatsoever. As the VOC not only had a commercial character, but also served as a vehicle for the States General to fight the Spaniards and Portuguese in the East, the position of the participants was not enviable. The periods of warfare, the need for long-term investments, frequent abuse of power by the directors and the absence of accountability, led to an uprising of participants around the renewal of the Charter in 1623. This conflict resulted in a new corporate body, consisting of participants with large stakes, which had to supervise the directors. Furthermore, the new charter included some amendments aimed at preventing abuse of power by directors. In practice, however, few changes occurred.

Unlike the VOC, the EIC in the 17th century was primarily a trade company. As a result, fewer conflicts of interest arose than was the case with the VOC. More than the VOC, the internal organisation of the EIC had more similarities to current companies limited by shares. During its yearly general meeting,

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

shareholders appointed their directors. From a financial perspective, however, the EIC was less developed than the VOC, at least during the first decades of its existence. For instance, the EIC did not have a permanent share capital until the second half of the 17th century. Unlike the VOC, whose corporate governance would not really change after 1623, the organisation of the EIC would continue to develop. In the second half of the 18th century, the EIC would ultimately outstrip its Dutch counterpart.

In the course of the 18th century, the company limited by shares was gradually 'privatised'. The interference of the public authorities gradually diminished during the 18th century. Most of the companies which were set up during the bubble of 1720 still had some connection to the public authorities. The prior approval of the public authorities was necessary for incorporation, as is shown by the fact that the city council of Amsterdam blocked the incorporation of an insurance company.

In the second half of the 18th century, the influence of the *universitas* on companies limited by shares gradually disappeared. For instance, companies limited by shares were normally incorporated pursuant to a contract, without the public authorities being involved. Normally, shareholders had only a few control rights. To the extent that a company limited by shares had a shareholders' meeting, it was rarely convened; in practice, investors entrusted supervisory directors (*commissarissen*) with the monitoring and appointment of the directors. From the end of the 18th century, a Dutch company limited by shares typically had three corporate bodies: the board of directors, the supervisory board and a shareholders' meeting.

Some of these companies limited by shares were still close to partnerships. In two cases, judged by the Supreme Court of Holland and Zeeland in 1782 and 1783, the supervisory directors the Amsterdam Insurance Society were held personally liable for the acts of a director, which they were supposed to monitor. Apparently, the legal regime of this company differed from the semi-public VOC and West India Company (WIC), whose directors were not personally liable. This study argues that, at the end of the 18th century, there were two types of companies limited by shares: the semi-public, such as the VOC and the WIC, and a purely private company limited by shares, such as the Amsterdam Insurance Society, which sometimes still retained certain characteristics of a limited partnership. The borders between a partnership limited by shares and a company limited by shares were fuzzy.

Part III: The company limited by shares in the 19th century.

In 1911, the French Commercial Code was introduced in The Netherlands. This Commercial Code included the French company limited by shares, the *société anonyme* (SA). Building on the French company limited by shares of the late 18th century, the SA had a contractual basis. The company was 'anonymous',

because the company was not allowed to include any of its shareholders in the name of the company. As shareholders were not externally liable for the debts of the company, creditors had to seek recourse from the assets of the company.

In order to prevent abuse of the SA, the Commercial Code required prior governmental approval before an SA could be incorporated. Initially, governmental approval in practice was little more than a formality. The internal organisation of Dutch SAs was similar to private companies limited by shares that were set up by the end of the 18th century. The introduction of the SA in the Netherlands originally had only a few practical consequences.

Things changed by the end of the 1820s when the Dutch government started to use mandatory governmental approval in order to exercise influence over the economy. It became more difficult to incorporate an SA as the government started to pay attention to the position of creditors and minority shareholders before it granted its approval. The King also argued that he could withdraw his approval from existing companies. As an SA could not *exist* without governmental approval, this implied that the company could be automatically dissolved.

This new policy resulted in great upheaval in the 1830s. Liberal businessmen argued that the governmental intervention went too far, relying on liberal principles of contractual freedom and *laissez faire*. On the other hand, the government defended its policy, equally relying on liberal principles: that the Dutch oligarchic tradition should come to an end and that the shareholders' meeting should be able to take its place as the highest body within the company. In the Dutch Commercial Code (*Wetboek van Koophandel* or *WvK*; 1838) a compromise was reached: governmental approval could only be refused if the articles of association violated the law or public order, and approval could not be withdrawn. On the other hand, directors would be personally liable if they violated the articles of association. What is more, in order to strengthen the position of minority shareholders, the WvK limited the number of votes to be cast by individual shareholders.

The second half of the 19th century is an important period for the law on the NV. During this period of economic growth, emerging international free trade led to European regulatory competition on company law. While the Dutch economy grew gradually, the turbulent German economy experienced jerky growth. The *Gründerkrise* in the 1870s led to an intense corporate governance debate in Germany, followed by a various legislative changes. When a large corporate scandal in Rotterdam came to light – the so called *Pincoffs Affair* – the German debate jumped over to The Netherlands. However, things went differently in the two countries: the German rules on company law constantly changed, whereas the Dutch were not able to agree upon a single change to Dutch company law.

Although the WvK was not amended, Dutch company law greatly developed in the course of the 19th century. As the incorporation of small private

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

companies limited by shares gained popularity, the number of NVs rapidly increased. The listed NV was equally emerging by the end of the 19th century. Listed companies were normally controlled by one or a few shareholders who successfully circumvented the mandatory maximum of votes that could be cast by single shareholders. One method, used in the first decades after the entry into force of the WvK, was the right of a binding nomination, effectively setting aside the power of the shareholders to appoint directors. The articles of association could provide that a director could only be appointed by the shareholders, if he was nominated by, for instance the supervisory board. In practice, the Dutch oligarchic tradition continued as far as the law allowed for it. Gradually, however, binding nominations made way for non-binding nominations.

By the end of the 19th century, Dutch law, including company law, gradually orientated towards German law. In Germany, Savigny had developed his theory on legal personality on the basis of the Roman *universitas*. Initially, this theory bore few consequences for German company law. The AG, the German company limited by shares, was considered a subtype of the *societas*, just like the SA or the NV. As a result of an influential work of Renaud in 1863, the German doctrine changed: Renaud argued that the AG was a legal person and a subtype of the *universitas*. The new German doctrine had consequences, amongst others, for the process of incorporation, the nature and character of the articles of association, the bylaws and corporate resolutions, as well as on the voting rules, including the principle of majority voting. In addition, the new doctrine allowed for a deviation of the company's interest from the joint shareholders' interest. In the course of the 20th century, Dutch legal scholars would build on these ideas which influenced the system of Book 2 of the Dutch Civil Code (on legal persons).

Part IV: Oligarchy and the growth of the enterprise.

In 1898, Royal Dutch Oil decided to introduce a defensive measure in order to protect itself against a possible takeover bid by Standard Oil. The holders of a newly introduced class of shares had the right to make a binding nomination for the appointment of directors. By that time, binding nominations had not been used for a few decades. Until the revision of Dutch company law in 1928, lawyers discussed whether such a binding nomination should be admissible. Meanwhile, many companies introduced similar oligarchic clauses in their articles of association. Controlling shareholders secured their power, even if their stakes were diluted as the result of many issuances of shares in the 1910s and 1920s. As shareholders normally trusted their directors, most shareholders accepted that they were *de facto* deprived of their right to appoint directors.

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

In the following decades, shareholder control rights were reduced even more as the result of the growth of enterprises. The growth of enterprises strengthened the position of directors, both in absolute and in relative terms. In absolute terms, because directors were managing larger enterprises; in relative terms, because the growth of enterprises was accompanied by a gradual dispersal of the shareholder base. A dispersed shareholder base in turn enlarged free rider effects, coordination problems and rational apathy. As the result, the risk increased that shareholders, holding only a small stake in the company, could exercise a disproportionate influence on the outcome of the meeting. In order to limit this risk, companies have introduced, in the course of the 20th century, various instruments to further limit the power of shareholders. This marginalised the power of shareholders even more, starting a vicious circle. In the decades after WWII, directors also started to pay attention to the interests of employees, as the result of which shareholders lost even more influence.

This development had important legal consequences. The first consequence was the so-called *institutional doctrine of the company*. The NV was no longer considered a contract. Under the new doctrine, which is by and large still adhered to today, the NV is governed by its own set of rules, including the applicable provisions in the law, the articles of association, bylaws, resolutions, as well as the principles of reasonableness and fairness. These rules are of an institutional nature: just as an act is binding upon all persons in a country, the rules governing the NV are binding upon all constituencies within this legal order, including shareholders. Under the institutional doctrine of the NV, directors are no longer considered agents of the shareholders: they derive their powers and authority from the legal order itself. In addition, under the institutional doctrine, the NV has its own interest, to be distinguished from the interest of the (joint) shareholders. The NV is no longer a contract between the shareholders, it is considered of institutional nature: *Universitas* replaced *societas*.

The second consequence was the introduction of the so-called *structure regime* in 1971, applicable to large Dutch companies. In these *structure companies*, shareholders were deprived of many control rights. For instance, directors were appointed by supervisory directors, whereas supervisory directors were appointed through co-option. Shareholders and the works council, an advisory body, consisting of employees, had the right to recommend a certain number of candidates for the supervisory board.

In the two decades following the introduction of the *structure regime* shareholder control rights eroded even further. This was the result of a new protective measure which had emerged by the end of the 1960s: the issuance of preference shares which aimed at neutralising the influence of the shareholders' meeting. Even if it was introduced as a defensive measure against hostile takeovers and corporate raiders, the instrument was also used in an offensive manner: boards used it in order to limit the influence of existing shareholders.

Part V: Under the stars of law and economics.

It seems self evident that, by the early 1990s, the balance of power had shifted away from shareholders to the board and supervisory directors. There was a clear need to restore the checks and balances within the company. At the same time the shareholder base of many companies was radically changed due to the liberalisation of capital markets and through preparation for the introduction of the Euro. Dutch pension funds, insurance companies and banks sold large parts of their shares in Dutch companies, mainly to American and British institutional investors. The terms of reference of the new shareholders were by and large formed by the agency theory, which became influential from the early 1990s.

The agency theory clearly has its merits. It has deepened our understanding of conflicts of interest within the company and the costs that arise from diverging interests between agents and principals. On the other hand, in many areas, the agency theory – which does not, for example, distinguish between a legal person, a company and its enterprise – is difficult to reconcile with Dutch law. Moreover, the theory is based on some questionable assumptions. For example, it assumes that an individual acts as a *homo economicus*, it assumes an efficient market, as well as appropriate international regulation of external costs. Over the past few decades, these assumptions have come under attack. The agency theory also ignores or underestimates non-quantifiable elements, both in its analysis and in its proposed solutions. As a result, the agency theory offers a sometimes incomplete analysis and it does not always take into account the harmful side effects of the remedies it proposes. Nevertheless, the agency theory is of great practical importance, because it is the internationally dominant paradigm on company law. It delivered an ideological basis for a revaluation of shareholder value.

This study argues that different streams joined together in the 1990s: a pragmatically driven need to strengthen the position of shareholders in order to restore the balance of power, the international furore of the agency theory, and a rapidly changing shareholder base. In 2005, 75% of Dutch listed shares were held by foreign investors. The scandals around the new millennium were a further catalyst for change: within a few years, proxy voting was introduced in the Netherlands, the structure regime was reformed and shareholders who hold a 1%-stake got the right to put items on the agenda of the general meeting. Furthermore, the civil code introduced a right for shareholders to approve certain transactions which change the identity or character of the company or its enterprise. At the same time, the Dutch corporate governance code, based on the principles of apply or explain, was drawn up. Many companies changed their own governance rules and strengthened the influence of shareholders, for instance, by abolishing protective measures.

These important changes occurred within a few years and had immediate consequences for the balance of power within the company. This became

apparent when offensive shareholder activists built up large stakes in listed companies and tried to determine the strategy. Directors and supervisory directors, who were gradually attaching more importance to the shareholders' interests, were not always prepared for the new balance of power. At the same time, uncertainty arose with respect to the rules of conduct in case of a conflict with offensive shareholder activists. This legal uncertainty worked in favour of the latter. Offensive shareholder activists did not hesitate to explore the boundaries of their new rights. More than once, they submitted their cases to the Enterprise Chamber which enthusiastically used its new powers to order immediate provisional measures.¹ The unintended consequence of this judicial enthusiasm was that inquiry proceedings were used as an instrument by offensive activists, even if there had been no reason to doubt the correctness of the company's management.

The various legislative changes and the Corporate Governance Code intended to improve the accountability of the board's management. The legislator had never aimed, however, at changing the division of powers between the directors and shareholders with regard to the company's strategy. It was never intended to give shareholders the right of initiative with regard to the strategy. Activist shareholders, however, ignored this subtle but important distinction.

The response to the offensive activism as it occurred in the case of *Stork* and *ABN AMRO* came quickly. The Supreme Court repeatedly corrected the Enterprise Chamber and underlined the importance of the autonomy of the board, including with regard to corporate strategy. Between 2008 and 2013 the law changed in various respects, and the Corporate Governance Code was amended as well; the position of the board of directors was strengthened. Meanwhile, the credit crunch temporarily affected the campaigns of offensive activists.

Over the past few years, the public discourse has shifted towards the promotion of sustainable shareholder engagement and of a continuous dialogue between the company and its shareholders. Various codes of conduct have been drawn up in order to improve the quality of the involvement of shareholders. Simultaneously, the dialogue between the board and shareholders has been hindered for various reasons. One such reason is that institutional investors often hold stakes in hundreds, if not thousands of companies. It is to be

1. The right of inquiry allows shareholders and companies to submit their disputes to the Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeal. If the Enterprise Chamber determines that there are well-founded reasons to doubt the soundness of the company's management, it can order an inquiry. Depending on the outcome of that inquiry, the Enterprise Chamber may then decide whether mismanagement has occurred. In that case, the Enterprise Chamber can order a range of far reaching measures. These can include the temporary transfer of shares, dismissal of directors and even the dissolution of the company. The Enterprise Chamber can also, at any stage, order immediate provisional measures. The right of inquiry proved to be a powerful instrument for activist shareholders.

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

expected that the debate over the next few years will focus on the question of how sustainable shareholder engagement can be further promoted.

The concluding chapter returns to the *societas* and *universitas*, symbolising the conflict of interest which can arise between individual shareholders and the interests of the company. Over the past decades, the ideological debate on the corporate objective has long been focused on the question of how value should be distributed among the various constituencies: should priority be given to shareholder or stakeholder value? This study proposes to move away from questions on the *distribution* of wealth and, instead, to focus on value *creation*, a collective interest of all constituencies. Normally, all stakeholders have an interest in the company's success over the long term. The company's success depends on its ability to create sustainable value. A focus on the long term success of the company also offers a pragmatic way out of distributional questions: depending on the situation, the company's long term success might be better served by increased investments, stable dividends or better wages for certain employees. The ideological discussion on the distribution of value among shareholders and other stakeholders will lose much of its importance when the focus of the corporate governance debate is shifted to long term value creation. From *societas* to *universitas*.

A focus on sustainable value creation also aligns the public interest with the interest of the company. This will require, however, sufficient autonomy for the board to take into account negative externalities which may be caused by the company. The board of directors should therefore promote the long lasting success of the enterprise, thereby, (i) to the extent reasonably possible, preventing directly interested parties from being disproportionately affected, and (ii) taking into account the risks on negative externalities.

A strong autonomy of the board of directors does not imply that it is not accountable. On the contrary, directors should be accountable in many directions, not only to their supervisory directors and shareholders, but also, for example to creditors under a credit agreement, to employees through the works council, to customers, to civic society and to the public authorities. This does not result in the board being accountable to nobody, as the board has a clear duty to promote the long term success of the company.

In principle, shareholders of a listed NV exercise their control rights in a *negative manner*. That is, shareholders can withhold their consent to proposals of the board, and they can ultimately dismiss directors and supervisory directors. Shareholders also have certain *proactive* or *positive* control rights. For instance, shareholders collectively holding a 10% stake have the right to convoke a general meeting. Shareholders may put items on the agenda if they collectively meet the threshold which was recently increased to 3% of the share capital (or, depending on the articles of association: a lower percentage). These

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

proactive shareholder control rights do not alter, however, the duties of the board and its authority to determine the strategy. When shareholders exercise their control rights in a negative way, a fair balance may be reached between the legitimate interests of shareholders and the collective interest of a strong board of directors: a fair balance between individual *socii* and the *universitas*.

The collective interest of a long lasting successful enterprise does not always correspond to the interests of certain shareholders. This is especially true when a shareholder prefers quick profit to sustainable profit. Short-termism by shareholders therefore constitutes an important source of internal conflicts of interest and may hinder sustainable value creation. In order to prevent short-termism in the case of a voluntary public offer, this study proposes to strengthen, in a European context, the control rights by shareholders of the *bidder* in case of a voluntary offer. More than the shareholders of the target company, the shareholders of the bidder have an interest in the long-term success of the takeover. This study also contends that the board of directors should focus its dialogue on those shareholders, whose influence it can be reasonably expected will promote sustainable value creation and the success of the company over the long term. Depending on the shareholder base, it might consider granting (within certain limitations) extra voting rights to long term shareholders.

When conflicts of interest between individual *socii* and the *universitas* cannot be eliminated, the question arises as to how they can be bridged in case of a conflict. The principle of proportionality can then be a useful tool. The principle of proportionality offers a formal framework, which enables shareholders and directors to determine their respective positions. The principle of proportionality cannot eliminate but can limit legal uncertainty, while allowing for pragmatic solutions: it defines the relevant questions in order to determine whether shareholders should take into account other interests than their own. The more influence shareholders can exercise and the more impact they can have on the interests of the company or of other constituencies, the more they need to take these interests into account. Conversely, the board of directors must promote the long term success of the enterprise, but do so as far as reasonably possible without disproportionately affecting the interests of other constituencies, such as shareholders. Consequently, the principle of proportionality can be helpful to strike a fair balance between the legitimate interests of individual shareholders and the collective interest.

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

Determinants of the division of power

Context matters

What are the determinants of the division of power between shareholders and directors? Let us make some giant leaps through the history of company law.

Due to high expectations among wealthy investors, the VOC could easily attract sufficient capital without granting control rights to its shareholders. Having learned from experience, investors were less enthusiastic when the WIC was incorporated 19 years later: only after shareholder rights and the monopoly of the WIC were expanded could it attract sufficient capital. The incorporation of the VOC and WIC illustrate that the position of shareholders depends on *supply and demand of capital*. Nowadays, things are not much different. Over the past decades, the liberalisation of international capital markets have strengthened the power of capital. As investors can easily move their money, they are able to strengthen their position in relation to the production factor labour.

As shown above, another important determinant of the power of shareholders is the *shareholder base*. In a concentrated shareholder base, controlling shareholders will have a strong position. In case of a dispersed shareholder base, the influence of shareholders will decrease, although unexpected shareholders might exert a disproportionate influence at the meeting. At the same time, the dispersion of the shareholder base was often closely related to the *growth of enterprises*. As shown above, the growth of enterprise has also decreased the power of shareholders.

Through the ages, the power of the shareholders has been influenced by *cultural factors*. For example, the reason why the supply of capital has always been sufficient is partly because of the thrifty Dutch Calvinist tradition. The homogeneous culture of the small country has always promoted a high trust society. More than elsewhere, Dutch investors were willing to invest in companies, trusting that the supervisory directors would guard their interests. Consequently, a developed capital market was accompanied by limited shareholder control rights. As the governing elite kept watch over public and private interests, shareholders were willing to invest without many control rights. Until the 1980s, corporate scandals were a rare phenomenon. Between the 1860s and 1928, a high trust society enabled shareholders and directors to work with an outdated Companies Act.

As shown above, the balance of power between shareholders and directors can also be determined by *political influence*. The VOC's war policy came at the expense of its shareholders. The EIC, however, was primarily a trade company and its shareholders enjoyed a much stronger position. The French *Compagnie des Indes Orientales*, in contrast, served as an instrument for the

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

French king who had full discretion in controlling 'his' company. In practice, shareholders enjoyed neither exit nor control rights; they were even forced to make additional payments on their shares in excess of the par value. The availability of an exit opportunity may be a substitute for voice. But the shareholders' voice also ultimately depends on a viable exit option.

The position of shareholders may also be influenced by *ideological motives*. The erosion of shareholder control rights as the result of the introduction of the structure regime partly was the result of an ideological movement in order to strengthen the position of employees. In the 1990's, the opposite occurred: the agency theory provided an ideological basis for shareholder primacy.

In short, the balance of power has always been the result of numerous factors, which at times strengthened and at others neutralised, each other.

Law matters?

When the balance of power is largely determined by other than legal reasons, what is then the significance of company law? Generally speaking, company law has two functions: an facilitative and a regulatory function. Company law *facilitates* entrepreneurship by creating legal forms which promote the collection of equity capital. The 17th century trading companies illustrate the importance of the facilitative function of company law. The excluded external liability of shareholders and the transferability of shares promoted the willingness of investors to invest their money in the VOC. When it subsequently appeared that their legal rights could not always be realised, it appeared more difficult for the WIC to collect sufficient equity.

Company law also has a *regulatory function*, aimed at protecting certain parties or the general interest. An example offers the right of inquiry which is of great importance for the internal relations of Dutch listed companies.

Both the facilitative and the regulatory function of company law are served by legal certainty and the efficient enforcement of rights. What is more, legal certainty and effective remedies to enforce one's rights serve an important intrinsic value: *suum cuique tribuere*, to each what he deserves.

Company law and the above mentioned determinants of the balance of power mutually influence each other. Normally, company law does not fulfill a proactive role: in response to external developments, company law normally takes away obstacles or imposes limits. In combination with these determinants, the law also influences the balance. An important change in the balance of power might then well lead to a new response from the law.

A recent example is offered by the authority of the Enterprise Chamber to order immediate provisional measures. This instrument has been introduced in order to protect minority shareholders. The legislator, however, was of the opinion that the Enterprise Chamber was using its authority too frequently. Shareholders not only used the right of inquiry as an instrument to protect themselves against,

SUMMARY AND CONCLUDING OBSERVATIONS

for instance, abuse by majority shareholders; activist shareholders also made use of the right of inquiry in a proactive way: by creating nuisance value, they tried to determine the company's strategy. Consequently, the legislator had raised the threshold for shareholders to submit their case to the Enterprise Chamber.

Accordingly, the law plays an important role in the relation between board and shareholders, in addition to other factors which mostly fulfill a more proactive function. *Law matters*. As part of the ever-changing context.

Literatuurlijst

Abas 1972

P. Abas, *Beperkende werking van de goede trouw* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 1972.

Abma 2007

R. Abma, 'Het stemproces van institutionele beleggers', in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (preadvies Vereniging "Handelsrecht"), Deventer: Kluwer 2007.

Abma 2012

R. Abma, 'Verantwoordelijkheden van en codes voor institutionele beleggers', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012, 563–582.

Adams & Ferreira 2008

R. Adams & R. Ferreira, 'One Share, One Vote: the Empirical Evidence', *Review of Finance* 2008, 51–91.

Akkerman 1927

J.B. Akkerman, 'Is de naamloze vennootschap een vereeniging van aandeelhouders? (Een bijdrage tot de herziening van het begrip en het recht van de naamloze vennootschap)', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1927, 349–441.

Akkerman 1930–1931

J.B. Akkerman, 'Het leerstuk der rechtspersoonlijkheid ontwikkeld op grond van een dogmatische scheiding tusschen vennootschapsrecht en verenigingsrecht', *Themis* 1930, 473–509; *Themis* 1931, 60–114; 175–210.

Alexy 2009

R. Alexy, *A Theory of Constitutional Rights*, Oxford: Oxford University Press 2009.

Armour & Cheffins 2009

J.A. Armour & B. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, working paper 2009 (www.ssrn.com).

LITERATUURLIJST

Arsalidou 2012

D. Arsalidou, 'Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code', *European Company and Financial Law Review* 2012/3, 342–379.

Asser 1868

T.M.C. Asser, 'De nieuwe Engelsche wet op de naamlooze vennootschappen. (Companies-Act 1867)', *MvH* 1869, 1–30.

Asser 1877

T.M.C. Asser, *Schets van het Nederlandse handelsregt*, Haarlem: Bohn 1877.

Asser 1983

W.D.H. Asser, *In solidum of pro parte. Een onderzoek naar de ontwikkelings-geschiedenis van de hoofdelijke en gedeelde aansprakelijkheid van vennoten tegenover derden* (diss. Leiden), Leiden: E.J. Brill/Universitaire Pers Leiden 1983.

Asser e.a. 1845

C.D. Asser e.a., *Wetboek van Koophandel met aantekeningen*, Amsterdam: Johannes Müller 1845.

Asser I (1885)

C. Asser (m.m.v. Ph.W. van Heusde), *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Eerste Deel*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1885.

Asser/Van der Grinten & Maeijer 2-II (1997)

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel II. De rechtspersoon*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1997.

Asser/Maeijer 2-III (1994)

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel III. De naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994.

Asser/Maeijer 2-III (2000)

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel III. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2000.

Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* (2009)

G. van Solinge & M. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel II. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa (2013)

G. van Solinge & M. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Rensen 2-III* (2012)

G.J.C. Rensen (m.m.v. J.M. Blanco Fernández), *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel III. Overige rechtspersonen. Vereniging, coöperatie, onderlinge waarborgmaatschappij, stichting, kerkgenootschap en Europese rechtsvormen*, Deventer: Kluwer 2012.

Asser/Scholten 1 (1923)

P. Scholten, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 1. Personenrecht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De rechtspersoon*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1923.

Asser/Scholten 1 (1929)

P. Scholten, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 1. Personenrecht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De rechtspersoon*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1929.

Asser/Scholten 1 (1940)

P. Scholten, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Personenrecht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De rechtspersoon*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1940.

Asser/Scholten & Bregstein 1-II (1953)

M.H. Bregstein, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 1. Personenrecht. Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1953.

Asser/Scholten & Van der Grinten 1-II (1959)

W.C.L. van der Grinten, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 1. Personenrecht. Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1959.

LITERATUURLIJST

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIA (2013)

G. van Solinge & M. Nieuwe Weme, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en Rechtspersoon. Deel IIA. NV en BV – Oprichting, vermogen en Aandelen*, Deventer: Kluwer 2013.

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007.

Assink 2009

B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse* (preadvies Vereniging "Handelsrecht"), Deventer: Kluwer 2009.

Assink 2010

B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht, over facilitairen en regulering van ondernemerschap* (rede EUR), Deventer: Kluwer 2010.

Assink I (in druk)

B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deel 1. Deventer: Kluwer 2013 (in druk).

Avi-Yonah 2005

R.S. Avi-Yonah, 'The Cyclical Transformations of the Corporate Form: A Historical Perspective on Corporate Social Responsibility', *Delaware Journal of Corporate Law* 30 (2005), 767–818.

Bainbridge 2012

S.M. Bainbridge, 'Director Primacy', in: Hill & McDonnell 2012, 17–32.

Barak 2012

A. Barak, *Proportionality: Constitutional Rights and Their Limitations*, Cambridge: Cambridge University Press 2012.

Barendregt 1999

J. Barendregt, 'Op weg naar nationale bekendheid, het handelsbankwezen tussen 1870 en 1914', in: De Vries, Vroom & De Graaf (red.) 1999, 127–184.

Barneveld (in druk)

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders. Een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer (in druk).

Bartman & De Groot 2012

S.M. Bartman & C. de Groot, 'De aanwijzingsbevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders, een lastig leerstuk', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012, 247–274.

Bartolus 1570

Bartolus de Saxoferrato, *In primam noui partem; In secundam noui partem; In primam ff. Veteris partem en In secundam ff. veteris partem*, Venetijs: apud Iuntas, 1570.

Barton 2011

D. Barton, 'Capitalism for the Long Term', *Harvard Business Review* 2011, 84–91.

Bayer & Habersack 2007

W. Bayer & M. Habersack, *Aktienrecht im Wandel I, Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen: Mohr Siebeck 2007.

Bebchuk 2003

L.A. Bebchuk, 'The Case for Shareholder Access to the Ballot', *The Business Lawyer* 2003, 43–66.

Bebchuk 2005

L.A. Bebchuk, 'The Case for Increasing Shareholder Power', *Harvard Law Review* 2005, 833–914.

Bebchuk 2013

L.A. Bebchuk, 'The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value', working paper 2013 (www.ssrn.com), te verschijnen in *Columbia Law Review* 113 (2013).

Bebchuk, Brav & Jiang 2013

L.A. Bebchuk, A. Brav & W. Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, working paper 2013 (www.ssrn.com).

LITERATUURLIJST

Bebchuk & Fried 2004

L.A. Bebchuk & J. Fried, *Pay Without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (Ma): Harvard University Press 2004.

Bebchuk & Spamann 2010

L.A. Bebchuk & H. Spamann, 'Regulating Bankers' Pay', *Georgetown Law Journal* 2010, 247–287.

Belinfante 1929

Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus, Den Haag: Belinfante 1929.

Bergfeld 2005

Chr. Bergfeld, 'Trade Companies in Brandenburg', in: Gepken-Jager e.a. (red.) 2005, 249–264.

Van den Bergh 1924

G. van den Bergh, *De medezeggenschap der arbeiders in de partikuliere onderneming* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: Boekhandel en Uitgeversmaatschappij "Ontwikkeling" 1924.

Berghuis 1967

W.H. Berghuis, *Ontstaan en ontwikkeling van de Nederlandse beleggingsfondsen tot 1914* (diss. Rotterdam), Assen: Van Gorcum 1967.

Berle 1931

A.A. Berle, 'Corporate Powers As Powers In Trust', *Harvard Law Review* 44 (1931), 1049–1074.

Berle 1932

A.A. Berle, 'For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note', *Harvard Law Review* 45 (1932), 1365–1372.

Berle 1954

A.A. Berle, *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York: Harcourt, Brace and Company 1954.

Berle & Means 1932

A.A. Berle & G.C. Means, *The Modern Corporation & Private Property*, New York: Harcourt Brace & World 1932; New Brunswick (NJ): Transaction Publishers 2007.

Berlin 1953 (2000)

I. Berlin, 'The Hedgehog and the Fox', in: Berlin 2000, 436–498.

Berlin 1990 (2000)

I. Berlin, 'The pursuit of the ideal', in: Berlin 2000, 1–17.

Berlin 2000

I. Berlin, *The Proper Study of Mankind. An Anthology of essays*, New York, Ferrar, Straus and Giroux 2000.

Berman 1983

H.J. Berman, *Law and Revolution. The Formation of the Western Legal Tradition*, Cambridge (MA): Harvard University Press 1983.

Bick 2012

A.B. Bick, *Governing the Free Sea: The Dutch West India Company and Commercial Politics, 1618–1645* (diss. Princeton, NJ), 2012 (<http://dataspace.princeton.edu>).

Biederlack 1887

H.J. Biederlack, 'Eenstemmigheid of meerderheid van stemmen?', *Themis* 1887, 24–54.

Biemans & Spanjaard 2003

J.W.A. Biemans & S.J. Spanjaard, 'Verslag van het Ondernemingsrechtcongres 'Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?', *Ondernemingsrecht* 2003, 398–406.

Bier 2012a

B. Bier, 'Betekent winstrecht ook recht op winst?', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012, 163–208.

Bier 2012b

B. Bier, *De waarde van een aandeelhouder*, rede Nyenrode 2012 (www.nyenrode.nl).

Bier e.a. 2012

B. Bier, P. Frentrop, M. Lückerath-Rovers, D. Melis, *Naleving Nederlandse Corporate governance code. Aandeelhouders in de Nederlandse Corporate Governance Code*, 2012 (www.nyenrode.nl).

LITERATUURLIJST

Van Bijnkershoeck, *Observationes Tumultuariae I*

E.M. Meijers, A.S. de Blécourt & H.D.J. Bodenstein (red.), *C. van Bijnkershoeck, Observationes Tumultuariae*, Haarlem: Tjeenk Willink 1926 (deel 1, OT 1 – OT 1041, onder redactie van E.M. Meijers, A.S. de Blécourt & H.D.J. Bodenstein).

Van Bijnkershoeck, *Quaestionum jur. publ. (1737)*

C. van Bijnkershoeck, *Quaestionum juris publici libri duo*, Leiden: Johannes van Kerckhem 1737.

Black 2001

B.S. Black, *Corporate Law and Residual Claimants*, working paper 2001 (www.ssrn.com).

Black 2003

A. Black, *Guild & State: European Political Thought from the Twelfth Century to the Present*, New Brunswick (NJ): Transaction Publishers 2003.

Blackstone 1827 (1765)

W. Blackstone, *Commentaries on the Laws of England*, 1765, heruitgegeven: New York: Duyckinck/Long/Collins 1827, Vol. I (Book I & II).

Blair 2003

M. Blair, 'Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century', *UCLA Law Review* 2003, 387–455.

Blair 2012

M.M. Blair, 'Corporate law and the team production problem', in: Hill/McDonnell 2012, 33–51.

Blanco Fernández 2009

J.M. Blanco Fernández, 'Timmerman's grondslagen: reactie op de oratie', *Ondernemingsrecht* 2009/5, 21–23.

Bles 1896

A.E. Bles, *Vereenigingen en naamlooze vennootschappen en hare behandeling aan het Departement van Justitie, een gids voor oprichters en bestuurders*, Den Haag: Belinfante 1896.

Bles 1903

A.E. Bles, *Vereenigingen en naamlooze vennootschappen en hare behandeling aan het Departement van Justitie, een gids voor oprichters en bestuurders*, Den Haag: Belinfante 1903.

Bles 1912

A.E. Bles, *Vereenigingen en naamlooze vennootschappen en hare behandeling aan het Departement van Justitie, een gids voor oprichters en bestuurders*, Den Haag: Belinfante 1912.

Bles 1917

A.E. Bles, *Vereenigingen en naamlooze vennootschappen en hare behandeling aan het Departement van Justitie, een gids voor oprichters en bestuurders*, Den Haag: Belinfante 1917.

Bloemsma 1973

M.P. Bloemsma, Beschermingsconstructies, *TVVS* 1973, 225–230.

Blom 1970

F.W.C. Blom: ‘Britse Takeover Ervaringen’, *NV* 47 (1969–1970), 180–183.

Boelens 1946

G.J. Boelens, *Oligarchische Clausules in statuten van naamlooze vennootschappen* (diss. Amsterdam UvA), Kamp: J.H. Kok 1946.

Bolton & Samama 2012

P. Bolton & F. Samama, *L-Shares: Rewarding Long-term Investors*, working paper 2012 (www.ssrn.com).

Van Boneval Faure

R.T.H.P.L.A. van Boneval Faure, ‘Twee vragen betreffende de rechtspersonen’, *Rechtsgeleerd Magazijn* 1883, 303–317.

Bonnassieux 1892

P. Bonnassieux, *Les grandes compagnies de commerce. Étude pour servir à l’histoire de la colonisation*, Parijs: 1892; New York: Burt Franklin 1969 (facs. uitg.).

Den Boogert 2005

M.W. den Boogert, ‘De vergeten band tussen raad van commissarissen en de algemene vergadering ; de Januskop van de commissaris’, *Ondernemingsrecht* 2005/87, 252–257

Den Boogert 2007

M.W. den Boogert, ‘Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering?’, H. Beckman e.a., *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, 139–153

LITERATUURLIJST

Boot 2009

A.W.A. Boot, *De onwortelde onderneming. Onderneming overgeleverd aan financiers?*, Assen: Van Gorcum 2009.

Bootsma 2012

B. Bootsma, 'L-warrants', in: Meijer, Storm & Timmerman 2012, 37–40.

Bootsma 2013a

B. Bootsma, 'Over Albert Hirschman's exit en voice' *Ondernemingsrecht* 2013/40, 215–216.

Bootsma 2013b

B. Bootsma, 'An eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty', working paper 2013.

Bouman 1857

J. Bouman, *Bekijking, opkomst en bloei van de Beemster*, Purmerend: Schuitemaker 1857.

Van Brakel 1908

S. van Brakel, *De Hollandsche handelscompagnieën der zeventiende eeuw* (diss. Amsterdam UvA), Den Haag: Martinus Nijhoff 1908.

Van Brakel 1909

S. van Brakel, 'Vroedschapsresolutiën, sententiën en notarieele acten betreffende de Noordsche Compagnie', *Bijdragen en Mededeelingen van het Historisch Genootschap XXX* (1909), 255–400.

Van Brakel 1912

S. van Brakel, 'Bijdrage tot de geschiedenis der naamlooze vennootschap,' *Rechtsgeleerd Magazijn* 1912, 261–306.

Van Brakel 1914

S. van Brakel, 'Ontbrekende schakels in de ontwikkeling van ons vennootschapsrecht', in *Rechtshistorische opstellen aangeboden aan mr. S.J. Fockema Andreae*, Haarlem: Erven Bohn 1914, 153–194.

Van Brakel 1917

S. van Brakel, 'Vennootschapsvormen in Holland gedurende de zeventiende eeuw', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1917, 1–30, 145–189.

Van Brakel 1926

S. van Brakel, 'De eerste moderne naamloze vennootschap,' *Feestuitgave bij WPNR* 1926/2947, 27–32.

Brandsma 2003

F. Brandsma, 'Het Leeuwendeel. De 'gekke koeien'-ziekte en de vennootschap', *Groninger Opmerkingen en Mededelingen XX* (2003), 13–28.

Brennan 1994

M.J. Brennan, 'Incentives, Rationality, and Society', *Journal of Applied Corporate Finance* 1994, 31–39.

Brittan 1989

L. Brittan, 'Acquisitions and mergers in the European Communities', *NV* 1989, 247–250.

Brookings 1925

R.S. Brookings, *Industrial Ownership, Its Economic and Social Significance*, New York: MacMillan Company 1925.

Broderick (red.) 1970

A. Broderick (red.), *The French Institutionalists. Maurice Hauriou, Georges Renard, Joseph T. Delos*, Cambridge (MA): Harvard University Press 1970.

Bruns 1887

C.G. Bruns, *Fontes Iuris Romani Antiqui*, Freiburg: Mohr Siebeck 1887.

De Bruyn 2000

F. de Bruyn, 'Reading Het groote tafereel der dwaasheid: An Emblem Book of the Folly of Speculation in the Bubble Year 1720', *Eighteenth Century Life*, 24 (2000), 1–42.

Burkart & Lee 2008

M. Burkart & S. Lee, 'The One Share – One Vote: the Theory', *Review of Finance* 2008, 1–49.

Bundel NV en BV

F.J.P. van den Ingh & R.G.J. Nowak (red.), *Bundel Naamloze en Besloten Vennootschap* (documentatie en wetsgeschiedenis), Deventer: Kluwer (losbladig).

LITERATUURLIJST

Calkoen 1994

W.J.L. Calkoen, 'Cadbury Report: begin van nieuwe normen voor Engelse Boardrooms', *TVVS* 1994, 261–265.

Calkoen 2011

W.J.L. Calkoen, *The One-Tier Board in the changing and converging world of corporate governance. A comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2011.

Camfferman 2000

K. Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie door beursgenoteerde naamloze vennootschappen in Nederland tot 1910, *Neha Jaarboek voor economische, bedrijfs- en techniekgeschiedenis* 62 (2000), Amsterdam: Nederlands Economisch-Historisch Archief, 71–103.

Van Campen 1945

J.Ph.M. van Campen, *Onderneming en rechtsvorm* (diss. Nijmegen), Nijmegen/Utrecht: Dekker & Van de Vegt 1945.

Carlos & Neal 2011

A.M. Carlos & L. Neal, 'Amsterdam and London as financial centers in the eighteenth century', *Financial history review* 18 (2011), 21–46.

Carr 1905

C.T. Carr, *The General Principles of the Law of Corporations*, Cambridge: Cambridge University Press 1905.

Cassidy 2009

J. Cassidy, *How Markets Fail. The Logic of Economic Calamities*, New York: Farrar, Straus and Giroux 2009.

Chaudhuri 1956

K.N. Chaudhuri, *The English East India Company. The Study of an Early Joint-Stock Company 1600–1640*, Londen: Frank Cass & Co, 1965.

Cheffins 2010

B.R. Cheffins, 'The Stewardship Code's Achilles' Heel', *Modern Law Review* 2010, 1004–1025.

Van der Chijs 1857

J.A. van der Chijs, *Geschiedenis der stichting van de Vereenigde O.I. Compagnie en der maatregelen van de Nederlandsche regering betreffende de vaart op Oost-Indië, welke aan deze stichting voorafgingen*, Leiden: P. Engels 1857.

Chiu 2010

I.H.Y. Chiu, *The Foundations and anatomy of Shareholder Activism*, Oxford/Portland: Hart 2010.

Clark 2011

G.L. Clark, 'Myopia and the global financial crisis: Context-specific reasoning, market structure, and institutional governance', *Dialogues in Human Geography* 2011, 4–25.

Cobbenhagen 1923

M.J.H. Cobbenhagen, *De verantwoordelijkheid in de onderneming* (diss. Rotterdam), Roermond, J.J. Romen & Zn 1927.

Code Frijns

Monitoring commissie corporate governance o.l.v. J. Frijns, *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 2003 (www.mccg.nl).

Code Tabaksblat

Commissie corporate governance o.l.v. M. Tabaksblat, *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 2003 (www.mccg.nl).

Cohen de Boer 1926,

H. Cohen de Boer, 'Het ontwerp tot wijziging van ons vennootschapsrecht en de oligarchische clause', *Economisch-statistische berichten* 1919, 601–602.

Coing I (1985)

H. Coing, *Europäisches Privatrecht I: Älteres Gemeines Recht (1500 bis 1800)*, München: Beck 1985.

Coing II (1989)

H. Coing, *Europäisches Privatrecht II: 19. Jahrhundert. Überblick über die Entwicklung des Privatrechts in den ehemals gemeinrechtlichen Ländern*, München: Beck 1989.

Colenbrander 1901

H.T. Colenbrander, 'Ueber das erste Auftreten des Wortes "Aktie" in den Niederlanden', *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, 1901, 383–387.

LITERATUURLIJST

Collection of Papers 1730

A collection of papers relating to the East India Trade: Wherein are Shewn the Disadvantages to a Nation by confining any trade to a Corporation with joint stock, Londen: J. Walthoe 1730.

Conac 2005

P.H. Conac, *The French and Dutch East India Companies in comparative legal perspective*, in Gepken-Jager e.a. (red.) 2005, 131–157.

Cools & Van Praag 2001

K. Cools & M. van Praag, 'Meerdere doelstellingen is geen doelstelling', *ESB* 4321 (2001), 644.

Copie van eenen brief

Copie van eenen brief van eenen vrient aen den anderen geschreven, nopen de het redres van de Oost-Indische Compagnie, in: Knuttel 1978, nr. 3346.

Costumen van Antwerpen (Impressae) 1584

Rechten ende Costumen van Antwerpen, Keulen: 1584; zie ook: G. de Longé, *Coutumes du Pays et du Duché de Brabant. Quartier d'Anvers; Tome deuxième: coutumes de la ville d'Anvers, Dites Impressae*, Bruxelles: Gobaerts 1871.

Cremers, Nair & Peyer 2008

K.J.M. Cremers, V.B. Nair & U. Peyer, 'Takeover Defenses and Competition', *Journal of Empirical Legal Studies* 2008, 791–818.

Cremers, Pareek & Sautner 2012

M. Cremers, A. Pareek & Z. Sautner, *Stock Duration and Misvaluation*, working paper 2012 (www.ssrn.com).

Crist 1995

W.D. Crist, 'The corporate governance impact of US pension funds as large global investors', *NV* 1995, 257–264.

Crone 1924

G.H. Crone, 'Is een "streng" wetgeving op de naamloze vennootschappen gewenscht?', in: *Preadvies Vereeniging "Handelsrecht"* 1924.

Dallas 2012

L.L. Dallas, 'Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance', *37 The Journal of Corporation Law* 2012, 266–362.

Dehing & 't Hart 1997

P. Dehing & M. 't Hart, 'Linking the fortunes: currency and banking, 1550 – 1800' in: M. 't Hart, J. Jonker & J.L. van Zanden (red.), *A financial history of The Netherlands*, Cambridge: Cambridge University Press 1997.

Delvincourt 1823

M. Delvincourt, *Institutes de droit commercial français*, Parijs: Delestre-Boulage 1823.

Dent 2010

G.W. Dent, Jr., 'The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism', *Delaware Journal of Corporate Law* 35 (2010), 97–150.

Derde Discours

Derde Discours Waer in By Forme van Missive den geheelen staet van de Vereenichde Oost-Indische Compagnie wort ten vollen geremonstreert, als ooc wat de Participanten en het gemeene Landt vanden beginne daer by genoten, tot grooten afbreuc vande Portegiesche Trafycque, in: Knuttel 1978, nr. 3351.

Dernis I (1755)

Dernis, *Recueil ou collection des titres, édits, déclarations, arrêts, réglemens et autres pièces concernant la Compagnie des Indes orientales établie au mois d'août 1664*, Tome Premier (1664–1699), Paris: Antoine Boudet, 1755.

Dernis II (1755)

Dernis, *Recueil ou collection des titres, édits, déclarations, arrêts, réglemens et autres pièces concernant la Compagnie des Indes orientales établie au mois d'août 1664*, Tome Deuxième (1700–1715), Paris: Antoine Boudet, 1755.

Dernis III (1755)

Dernis, *Recueil ou collection des titres, édits, déclarations, arrêts, réglemens et autres pièces concernant la Compagnie des Indes orientales établie au mois d'août 1664*, Tome Troisième (1716–1725), Paris: Antoine Boudet, 1755.

Dernis IV (1756)

Dernis, *Recueil ou collection des titres, édits, déclarations, arrêts, réglemens et autres pièces concernant la Compagnie des Indes orientales établie au mois d'août 1664*, Tome Quatrième (1717–1756), Paris: Antoine Boudet, 1756.

Van Deventer 1862

M.L. van Deventer, *Gedenkstukken van Johan van Oldenbarnevelt en zijn tijd; deel 2: 1593–1602*, Den Haag: Martinus Nijhoff 1862.

LITERATUURLIJST

Deutsch 2007

A. Deutsch, 'Die Aktiengesellschaft im Code de Commerce von 1807 und ihre Vorbildfunktion für die Entwicklung in Deutschland', in Bayer & Habersack 2007, 46–97.

Dibadj 2011

R. Dibadj, 'Compagnie des Indes: Governance and Bailout', in: Koppell (red.) 2011, 169–187.

Diephuis Handelsregt I (1865)

G. Diephuis, *Handboek voor het Nederlandsch handelsregt I*, Groningen: J.B. Wolters 1865.

Diephuis Burgerlijk Regt I (1869)

G. Diephuis, *Het Nederlandsch Burgerlijk Regt I*, Groningen: J.B. Wolters 1869.

Van Dillen 1930

J.G. van Dillen, 'Isaac le Maire en de handel in actiën der Oost-Indische Compagnie', *Economisch Historisch Jaarboek XVI* (1930), Den Haag: Martinus Nijhoff 1930, p. 1–165.

Van Dillen 1958

J.G. van Dillen, *Het oudste aandeelhoudersregister van de Kamer Amsterdam der Oost-Indische Compagnie*, Den Haag: Martinus Nijhoff 1958.

Dodd 1932

E.M. Dodd, 'For Whom Are Corporate Managers Trustees?', *Harvard Law Review* 45 (1932), 1145–1163.

Dodd 1942

E.M. Dodd, bespreking van M.E. Dimock en H.K. Hyde, *Bureaucracy and Trusteeship in Large Corporations*, *Chicago Law Review* 9 (1942), 538–549.

Donker Curtius 1826

B. Donker Curtius, *Ad juris mercatorii caput de societatibus* (diss. Leiden), Leiden: Cyfveer 1826.

Dorhout Mees 1933

T.J. Dorhout Mees, *Statuten van naamlooze vennootschappen*, Haarlem: W.E.J. Tjeenk Willink 1933.

Dortmond 1992

P.J. Dortmond, 'De nieuwe Bijlage X bij het Fondsenreglement', *NV* 1992, 215–224.

Dortmond 2008

P.J. Dortmond, 'Bescherminingsprefs', in: Nieuwe Weme e.a. (red.) 2008, 619–641.

Drost 1903

J. Drost, *Rechten van aandeelhouders in naamloze vennootschappen* (diss. Utrecht), Rotterdam: Daamen 1903.

Dunlavy 2004

C.A. Dunlavy, 'From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-century Shareholder Voting Rights and Theories', in: K. Lipartito & D.B. Sicilia (red.), *Constructing Corporate America. History, Politics, Culture*, Oxford: Oxford University Press 2004, 66–93.

Duynstee 1940

F.J.F.M. Duynstee, *Commanditaire vraagstukken* (diss. Nijmegen), Zwolle: W. E.J. Tjeenk Willink 1940.

Easterbrook & Fischel 1991

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA): Harvard University Press 1991.

Van Eeghen 1958

I.H. van Eeghen, 'De Brouwerij de Hooiberg, 50e Jaarboek van het genootschap *Amstelodamum*, 46–96.

Eijsbouts 2010

A.J.A.J. Eijsbouts, 'Elementaire beginselen van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemerschap', in: *Maatschappelijk verantwoord ondernemen* (Handelingen Nederlandse Juristen-Vereniging 2010-I), Deventer: Kluwer 2010, 39–119.

Eijsbouts e.a. 2010

A.J.A.J. Eijsbouts, F.G.H. Kristen, J.M. de Jongh, A.J.P. Schild & L. Timmerman, 'Maatschappelijk (verantwoord) ondernemen: naast, in of met recht?', in: *Maatschappelijk verantwoord ondernemen* (Handelingen Nederlandse Juristen-Vereniging 2010-I), Deventer: Kluwer 2010, 1–37.

LITERATUURLIJST

Eklund & Poulsen 2010

J.E. Eklund & Th. Poulsen, *One Share-One Vote: New Empirical Evidence*, working paper 2010 (<http://swopec.hhs.se>).

Van der Elst, De Jong & Raaijmakers 2007

Chr. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen* 2007 (Bijlage bij SER 2008).

Elster 2009

J. Elster, *Reason and Rationality*, Princeton (NJ): Princeton University Press 2009.

Engel 1898

A. Engel, *Naamloze vennootschappen. Beschouwing over eenige buitenlandse wetgevingen in verband met de Nederlandsche* (diss. Leiden), Leiden: Brill 1898.

Eumedion 2010

Eumedion, *Position paper betrokken aandeelhouderschap*, 2010 (www.eumedion.nl).

Eumedion 2011

Eumedion, *Best practices voor betrokken aandeelhouderschap, bestemd voor Eumedion-deelnemers*, 2011 (www.eumedion.nl).

Fama & Jensen 1983

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law and Economics* 26 (1983), 301–326.

Feenstra 1956

R. Feenstra, 'L'histoire des fondations,' *Tijdschrift voor rechtsgeschiedenis* 24 (1956), 381–448.

Feenstra 1998

R. Feenstra, 'Foundations in Continental Law since the 12th Century: The Legal Person Concept and Trust-like Devices', in: R. Helmholz & R. Zimmermann (red.), *Itinera Fiducia: Trust and Treuhand in Historical Perspective*, Berlijn: Duncker & Humblot 1998, 305–326.

Ferguson 2008

N. Ferguson, *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Londen: Penguin Books 2008.

Fleckner 2007

A.M. Fleckner, 'Anhang: Aktienrechtliche Gesetzgebung (1807–2007)', in: Bayer & Habersack 2007, 999–1137.

Fleckner 2010

A.M. Fleckner, *Antike Kapitalvereinigungen. Ein Beitrag zu den konzeptionellen und historischen Grundlagen der Aktiengesellschaft*, Köln: Böhlau 2010.

Forrer 1998

K. Forrer, 'De wereld is vol gekken: de ontstaansgeschiedenis van Het Groote Tafereel der Dwaasheid, *De Boekenwereld* (14), 1997–1998, 106–124.

Fox & Lorsch 2012

J. Fox & J.W. Lorsch, 'What Good Are Shareholders?', *Harvard Business Review* 2012, 48–57.

Frank, Gilovich & Regan 1993

R.H. Frank, Th. Gilovich & D.T. Regan, 'Does studying economics inhibit cooperation?', *Journal of Economic Perspectives* 7 (1993), 159–171.

FRC 2012

Financial Reporting Council, *Developments in Corporate Governance 2012. The impact and implementation of the Corporate Governance and Stewardship Codes*, 2012 (www.frc.org.uk).

Freeman e.a. 2010

R.E. Freeman e.a., *Stakeholder Theory. The State of the Art*, Cambridge: Cambridge University Press 2010.

Freeman, Pearson & Taylor 2012

M. Freeman, R. Pearson & J. Taylor, *Shareholder Democracies? Corporate Governance in Britain and Ireland before 1850*, Chicago/Londen: University of Chicago Press 2012.

Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst 2013

R.G.P. Frehen, W.N. Goetzmann & K.G. Rouwenhorst, 'New Evidence on the First Financial Bubble', *Journal of Financial Economics* 108 (2013), 585–607.

Frentrop 2002

P.M.L. Frentrop, *Corporate Governance 1602–2002. Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC* (diss. Tilburg), Amsterdam: Prometheus 2002.

LITERATUURLIJST

Frentrop 2012

P.M.L. Frentrop, *Andermans geld. Over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers* (rede Nyenrode), 2012.

Frentrop 2013

P.M.L. Frentrop, *De geschiedenis van corporate governance. Van VOC naar 21^e eeuw*, Assen: Van Gorcum 2013

Fried 2013

J.M. Fried, *The uneasy case for favoring long-term shareholders*, working paper 2013 (www.ssrn.com).

Friedman 1970

M. Friedman, 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *New York Times* 13 september 1970.

Frydman & Goldberg 2011

R. Frydman & M.D. Goldberg, *Beyond Mechanical Markets: Asset Price, Swings, Risk, and the Role of the State*, Princeton: Princeton University Press 2011.

Gaastra 2009

F.S. Gaastra, *Geschiedenis van de VOC*, Zutphen: Walburg Pers 2009.

De Gaay Fortman 1936

W.F. de Gaay Fortman, *De onderneming in het arbeidsrecht* (diss. Amsterdam VU), Amsterdam: H.J. Paris 1936.

De Gaay Fortman 1954

W.F. de Gaay Fortman, 'Het nieuwe B.W. – De algemene bepalingen omtrent rechtspersonen', *NV* 32 (1954), 102–105.

Gelderblom 2009

O. Gelderblom, 'The Organization of Long-Distance Trade in England and the Dutch Republic', in: O. Gelderblom (red.), *The Political Economy of the Dutch Republic*, Surrey: Ashgate 2009, 223–254.

Gelderblom, De Jong & Jonker 2011

O. Gelderblom, A. De Jong & J. Jonker, 'An Admiralty for Asia: Business Organization and the Evolution of Corporate Governance in the Dutch Republic, 1590–1640', in: Koppell (red.) 2011, 26–60.

Gelderblom, De Jong & Jonker 2012

O. Gelderblom, A. De Jong & J. Jonker, *The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602–1623*, working paper 2012 (www.ssrn.com).

Gelderblom & Jonker 2004

O. Gelderblom & J. Jonker, 'Completing a Financial Revolution. The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595–1612,' *Journal of Economic History*, 64/3 (2004), 641–702.

Gelderblom & Jonker (in druk)

O. Gelderblom & J. Jonker, 'Mirroring different follies', in: W.N. Goetzmann, C. Labio, K.G. Rouwenhorst & T.G. Young, *The Great Mirror of Folly. Finance, Culture, and the Crash of 1720*, New Haven: Yale University Press (in druk)

Gepken-Jager 2005

E. Gepken-Jager, *Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). The Dutch East India Company*, in: Gepken-Jager e.a. (red.) 2005, 41–81.

Gepken-Jager e.a. (red.) 2005

E. Gepken-Jager, G. van Solinge & L. Timmerman (red.), *VOC 1602–2002. 400 Years of Company Law*, Deventer: Kluwer 2005.

Gialdroni 2009

S. Gialdroni, *They are incorporated. How the medieval corporation shaped the English East India Company*, working paper 2009.

Gialdroni 2011

S. Gialdroni, *East India Company; Una Storia giuridica (1600–1708)*, Bologna: Mulino 2011.

Gierke 1881

O. Gierke, *Das deutsche Genossenschaftsrecht III. Die Staats- und Korporationslehre des Alterthums und des Mittelalters und ihre Aufnahme in Deutschland*, Berlin: Weidmann 1881.

Gierke 1887

O. Gierke, *Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung*, Berlin: Weidmann 1887.

LITERATUURLIJST

Gierke 1895

O. Gierke, *Deutsches Privatrecht. Erster Band. Allgemeiner Teil und Personenrecht*, Leipzig: Von Duncker & Humblot 1895.

Gierke 1913

O. Gierke, 'Über die Geschichte des Majoritätsprinzips', in: P. Vinogradoff, *Essays in Legal History*, London: Oxford University Press 1913.

Gillet 1927

P. Gillet, *La personnalité juridique en droit ecclésiastique*, Malines: Godenne 1927.

Gilson & Kraakman 2012

R.J. Gilson & R. Kraakman, 'Market Efficiency after the Fall. Where Do We Stand Following the Financial Crisis?' in: Hill & McDonnell 2012, 456–474.

Ginglinger & Hamon 2012

E. Ginglinger & J. Hamon, 'Ownership, control and market liquidity', *Finance* 33 (2012), 61–99.

Van Ginneken 2010

M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010.

Van Ginneken & Timmerman 2011

M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel'. *Ondernemingsrecht* 2011/123, 601–607.

Goudsmit 1877a

M.Th. Goudsmit, 'Gründungen en aandelenmaatschappijen', *Vragen des Tijds* 1877, 277–301.

Goudsmit 1877b

M.Th. Goudsmit, 'Wat leert de Pruisische Spoorwegenquête ten aanzien van de wetgeving op de aandelenmaatschappijen?', *Vragen des Tijds* 1877, 329–366.

Goudsmit 1878

M.Th. Goudsmit, 'Buitenlandsche regtspraak', in: *Themis* 1878, 22–36.

Goudsmit 1880

M.Th. Goudsmit, 'De aandelenmaatschappij en haar bestuur', *Nieuwe bijdragen voor rechtsgeleerdheid en wetgeving* 1880, 190–204.

Goudsmit 1973

J.J. Goudsmit, 'Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen', *TVVS* 1973, 161–167.

Graham, Harvey & Rajgopal 2005

J.R. Graham, C.R. Harvey, S. Rajgopal, 'The Economic Implications of Corporate Financial Reporting', *Journal of Accounting & Economics* 40 (2005), 3–73.

Van der Grinten 1942

W.C.L. van der Grinten, 'Statutaire benoembaarheidsvereisten', *NV* 20 (1941–1942), opgenomen in: Van der Grinten 2004, 503–510.

Van der Grinten 1951

W.C.L. van der Grinten, *De structuur der naamloze vennootschap* (rede Tilburg 1951), opgenomen in Van der Grinten 2004, 323–339.

Van der Grinten 1952a

W.C.L. van der Grinten, 'De miskende commissaris', *NV* 30 (1952–1953), opgenomen in Van der Grinten 2004, 547–552.

Van der Grinten 1952b

W.C.L. van der Grinten, 'Het belang van de n.v.', *NV* 30 (1952–1953), herdrukt in Van der Grinten 2004, 341–348.

Van der Grinten 1953

W.C.L. van der Grinten, 'Het zilveren jubileum van de Wet op de n.v.', *NV* 30 (1953), herdrukt in Van der Grinten 2004, 349–354.

Van der Grinten 1954

W.C.L. van der Grinten, 'Het Ontwerp-Meijers en de n.v.', *NV* 32 (1954), 116–121.

Van der Grinten 1955a

W.C.L. van der Grinten, 'Bedenklijk', *NV* 33 (1955), herdrukt in Van der Grinten 2004, 409–422.

Van der Grinten 1955b

W.C.L. van der Grinten, 'Rechtspersonen', in: A.R. de Bruin e.a., *Ter eerste kennismaking. Zes voordrachten over de eerste vier boeken van het ontwerp voor een nieuw Burgerlijk Wetboek* (Ars Notariatus VI), Haarlem: H.D. Tjeenk Willink 1955, 103–126.

LITERATUURLIJST

Van der Grinten 1956

W.C.L. van der Grinten, 'De rechtspersoon. Enkele vragen betreffende de regeling van de rechtspersoon in het nieuwe Burgerlijk Wetboek', in: *preadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen* 1956, 3–79.

Van der Grinten 1959

W.C.L. van der Grinten, 'Herziening van het vennootschapsrecht?', *NV* 37 (1959), 101–108.

Van der Grinten 1968

W.C.L. van der Grinten, 'Plaatsing van aandelen als strijdmiddel', *NV* 46 (1968), 121–128.

Van der Grinten 1974

W.C.L. van der Grinten, 'Overpeinzingen rondom fusie', in: *Verzekeringen van vriendschap* (Dorhout Mees-bundel), Deventer: Kluwer 1974, 201–209.

Van der Grinten 1975

W.C.L. van der Grinten, 'De positie van het bestuur en de raad van commissarissen', in: J.M.M. Maeijer e.a., *Problemen bij fusie van n.v. en b.v.*, Deventer: Kluwer 1975, 29–44.

Van der Grinten 1976

W.C.L. van der Grinten, 'De invoering van Boek 2 nieuw BW', *NV* 54 (1976), 94–96.

Van der Grinten 1982a

W.C.L. van der Grinten, 'De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap', *NV* 60 (1982), 37–41.

Van der Grinten 1982b

W.C.L. van der Grinten, 'Ogem en haar aandeelhouders', *NV* 60 (1982), 41–42.

Van der Grinten 1988

W.C.L. van der Grinten, 'Overname en beschermingsconstructies', *ESB* 1988/3673, herdrukt in Van der Grinten 2004, 475–476.

Van der Grinten 1991

W.C.L. van der Grinten, 'Beschermingsconstructies', *NV* 69 (1991), 57, herdrukt in Van der Grinten 2004, 489–490.

Van der Grinten 2004

C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge (red.), *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Deventer: Kluwer 2004.

De Groot, *Inleidinge*

H. de Groot, *Inleidinge tot de Hollandsche Rechts-geleerdheid*, 1621, heruitgegeven door F. Dovring, H.F.W.D. Fischer & E.M. Meijers, Leiden: Universitaire Pers Leiden 1965.

De Groot, *De iure belli ac pacis*

H. de Groot, *De iure belli ac pacis*, Parijs: N. Byon 1625.

Groot Placaet-Boek I (1658)

Groot Placaet-Boek, inhoudende de Placaten Ende Ordonnantien vande Hoogh Mog: Heeren Staten Generael der Vereenighde Nederlanden, ende vande Ed. Groot Mog. Heeren Staten van Hollandt ende West-Vrieslandt, Mitsgaders vande Ed. Mog. Heeren Staten van Zeelandt, 's-Gravenhage: Erven Hillebrandt 1658.

Groote Tafereel

Het Groote Tafereel der Dwaasheid, Vertoonende de opkomst, voortgang en ondergang der Actie, Bubbels en Windnegotie, in Vrankryk, Engeland, en de Nederlanden, gepleegt in den Jaare MDCCXX. Gedrukt tot waarschouwinge voor de Nakomelingen, in 't noodlottige Jaar, voor veel Zotte en Wyze, 1720.

Grosheide 1959

G.H.A. Grosheide, 'Machtsverhoudingen in naamloze vennootschappen', in: *preadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen* 1959.

Guinnane e.a. 2007a

T. Guinnane e.a., *Putting the Corporation in its Place*, working paper 2007 (www.nber.org).

Guinnane e.a. 2007b

T. Guinnane e.a., *Ownership and Control in the Entrepreneurial Firm: An International History of Private Limited Companies*, working paper 2007 (www.ssrn.com).

Haardt 1950

W.L. Haardt, 'Vennootschapsrecht en medezeggenschap', in: *preadvies Vereniging "Handelsrecht"*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1950

LITERATUURLIJST

Haardt 1953

W.L. Haardt, 'Hervormingswensen', *NV* 30 (1952–1953), 230–234.

Haldane 2010

A.G. Haldane, *Patience and Finance*, (rede 2 september 2010) (www.bankofengland.co.uk).

Haldane 2011

A.G. Haldane, *The race to zero* (rede 8 juli 2011) (www.bankofengland.co.uk).

Haldane & Davies 2011

A.G. Haldane & R. Davies, *The Short Long* (rede mei 2011) (www.bankofengland.co.uk).

Van Hall 1834

F.A. van Hall, *Verdediging van de Onafhankelijkheid des Handels, bij het oprigten van naamlooze maatschappijen*, Amsterdam: Erven H. Gartman 1834.

Van Hall 1835

F.A. van Hall, *Nadere verdediging van de onafhankelijkheid des handels bij het oprigten van Naamlooze Maatschappijen*, Amsterdam: Erven H. Gartman 1835.

Van Hamelsveld IV (1834)

W.Y. van Hamelsveld, *Verzameling van Gewijsden van het Hoog Gerechtshof te 's-Gravenhage*, deel IV, Amsterdam: De Grebber 1834.

Hansmann 1988

H. Hansmann, 'Ownership of the Firm', *Journal of Law, Economics & Organization* 4 (1988), 267–304.

Hansmann & Kraakman 1991

H. Hansmann & R. Kraakman, 'Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts', *Yale Law Journal* 1991, 1879–1934.

Hansmann & Kraakman 2001

H. Hansmann & R. Kraakman, 'The End of History for Corporate Law', *Georgetown Law Journal* 2001, 439–468.

Hansmann & Kraakman 2011

H. Hansmann & R. Kraakman, *Reflections on the End of History for Corporate Law*, working paper 2011 (www.ssrn.com).

Harris 2000

R. Harris, *Industrializing English Law. Entrepreneurship and Business Organization, 1720–1844*, Cambridge: Cambridge University Press 2000.

Harris 2004a

R. Harris, *The Formation of the East India Company as a Deal between Entrepreneurs and Outside Investors*, working paper 2004 (www.ssrn.com).

Harris 2004b

R. Harris, *Institutional Innovations, Theories of the Firm, and the Formation of the East India Company*, working paper 2004 (<http://repositories.cdlib.org>).

Harris 2005a

R. Harris, *The English East India Company and the History of Company Law*, in: Gepken-Jager e.a. (red.) 2005, 217–247.

Harris 2005b

R. Harris, *The Formation of the East India Company as a Cooperation Enhancing Institution*, working paper 2005 (www.ssrn.com).

Harris 2009a

R. Harris, ‘The institutional dynamics of early modern Eurasian trade: The *commenda* and the corporation’, in: *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2009, 606–622.

Harris 2009b

R. Harris, *Law, Finance and the First Corporations*, working paper 2009 (www.ssrn.com).

Hart 1977

S. Hart, ‘Rederij’ in: in: L.M. Akveld, S. Hart & W.J. van Hoboken, *Maritieme Geschiedenis der Nederlanden 2*, Bussum: Unieboek 1977, 106–125.

‘t Hart 2008

M. ‘t Hart, *Mobilising Resources for War. The Dutch and British Financial Revolutions Compared*, working paper 2008 (www.lowcountries.nl).

Hartung 2000

W. Hartung, *Geschichte und Rechtsstellung der Compagnie in Europe. Eine Untersuchung am Beispiel der englischen East-India Company, der niederländischen Vereinigten Oostindischen Compagnie und der preußischen Seehandlung* (diss. Bonn), 2000.

LITERATUURLIJST

Van Hasselt 1919

B.Th.W. van Hasselt, *De literatuur over het wetsontwerp op de naamlooze vennootschappen, kritisch samengevat* (diss. Leiden), Leiden: Vilders 1919.

Hauriou 1925

M. Hauriou, 'La théorie de l'institution et de la fondation', *Cahiers de la Nouvelle Journée*, 1925 nr. 4, 2–45, herdrukt in: M. Hauriou, *Aux sources du droit, le pouvoir, l'ordre et la liberté*, Université de Caen: *Centre du philosophie politique et juridique* 1986, 89–128.

Hausmann 1928

F. Hausmann, *Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht*, Mannheim: J. Bensheimer 1928.

Van der Heijden 1908

E.J.J. van der Heijden, *De ontwikkeling van de Naamlooze Vennootschap in Nederland voor de codificatie* (diss. Utrecht), Amsterdam: Van der Vecht 1908.

Van der Heijden 1914

E.J.J. van der Heijden, 'Over den juridischen oorsprong der Naamlooze Vennootschap', in R.Fruin e.a. (red.), *Rechtshistorische Opstellen aangeboden aan mr. S.J. Fockema Andreae*, Haarlem: Erven F. Bohn, 1914.

Van der Heijden 1919

E.J.J. van der Heijden, 'De definitie der naamlooze vennootschap', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1919, 309 – 334; herdrukt in: G. van Solinge & C.J.H. Jansen, *Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Deventer: Kluwer 2001, 27–42.

Van der Heijden 1926a

E.J.J. van der Heijden, *Het wetsontwerp-1925 op de naamlooze vennootschap*, Roermond: J.J. Romen & Zonen 1926.

Van der Heijden 1926b

E.J.J. van der Heijden, 'De feestuitgave der Broederschap,' *NV* 5 (1926–1927), 260–262

Van der Heijden 1936,

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamlooze vennootschap naar Nederlandsch recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1936.

Van der Heijden 1938

E.J.J. van der Heijden, 'Het B.W. en het Vereenigingsrecht', in: P. Scholten & E.M. Meijers (red.), *Gedenkboek Burgerlijk Wetboek 1838 – 1938*, Zwolle: W. E.J. Tjeenk Willink 1938, 529 – 578; herdrukt in: G. van Solinge & C.J.H. Jansen, *Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Deventer: Kluwer 2001, 299 – 322.

Van der Heijden/Van der Grinten 1955

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlandsch recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1955.

Van der Heijden/Van der Grinten 1962

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1962.

Van der Heijden/Van der Grinten 1968

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1968.

Van der Heijden/Van der Grinten 1976

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1976.

Van der Heijden/Van der Grinten 1992

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten (m.m.v. H.J.M.N. Honée & Th. C.M. Hendriks-Jansen), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013

E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten/P.J. Dortmond (m.m.v. H. Beckman, B. Bier, C.D.J. Bulten, M.W. Josephus Jitta, A.F.J.A. Leijten, R.P. Raas, J.M. van Slooten & G.J. Vossestein), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013.

Den Heijer 2002

H.J. den Heijer, *De VOC en de Beurs. De Verenigde Oost-Indische Compagnie als grondlegger van de eerste aandelenbeurs*, Amsterdam: Euronext Amsterdam NV en Stichting Vereniging voor de Effectenhandel 2002.

Den Heijer 2005

H.J. den Heijer, *De geotrooieerde Compagnie* (serie Ars Notariatus deel 128), Deventer: Kluwer 2005.

LITERATUURLIJST

Heinberg 1926

J.G. Heinberg, 'History of the Majority Principle', *The American Political Science Review* XX (1926), 52–68.

Hellema e.a. 1956

H.J. Hellema e.a., *Rapport van de Commissie ter bestudering van het vraagstuk van de beperking van de medezeggenschap van aandeelhouders in de N.V. aan het Bestuur van de Vereeniging voor den Effectenhandel*, Vereeniging voor den Effectenhandel 1956.

Hellema 1969

H.J. Hellema, 'V.M.F. verweer tegen dreigende overval', *NV* 47 (1969), 21–25.

Hill & McDonnell 2012

C.A. Hill, B.H. McDonnell, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham (UK): Edward Elgar 2012.

Hirschman 1970

A.O. Hirschman, *Exit, voice and loyalty. Responses to decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (MA): Harvard University Press 1970.

Hofer 2007

S. Hofer, *Das Aktiengesetz von 1884 – ein Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeptionen*, in: Bayer & Habersack 2007, 388–414.

Holdsworth III (1923)

W.S. Holdsworth, *A History of English Law*, Volume III, Londen: Methuen 1923.

Holdsworth VIII (1925)

W.S. Holdsworth, *A History of English Law*, Volume VIII, Londen: Methuen 1925.

Honée 1976

H.J.M.N. Honée, 'De juridische positie van het bestuur en de raad van commissarissen', *NV* 54 (1976), 11–14, herdrukt in Honée 2011, 29–35.

Honée 1996

H.J.M.N. Honée, *Commissarissen, gezanten uit Niemandsland?* (rede Rotterdam), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, herdrukt in Honée 2011, 83–102.

Honée 2011

L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, Deventer: Kluwer 2011.

Horn & Kocka 1979

N. Horn & J. Kocka, *Recht und Entwicklung der Großunternehmen im 19. und frühen 20. Jahrhundert. Wirtschafts-, sozial- und rechtshistorische Untersuchungen zur Industrialisierung in Deutschland, Frankreich, England und den USA*, Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht 1979.

Horn 1979

N. Horn, *Aktienrechtliche Unternehmensorganisation in der Hochindustrialisierung (1860–1920). Deutschland, England, Frankreich und die USA im Vergleich*, in: Horn & Kocka 1979, 123–189.

Van der Horst e.a. 2012

T. van der Horst e.a., *De Staat van Nederland Innovatieland 2012*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2012.

House of Commons (BIS Committee) 2013

House of Commons (Business, Innovation and Skills Committee), *The Kay Review of UK*

Equity Markets and Long-Term Decision Making; Third Report of Session 2013–14; Report, together with formal minutes, oral and written evidence, 2013 (www.publications.parliament.uk).

Houwing 1950

Ph.A.N.H. Houwing, ‘Vennootschapsrecht en medezeggenschap’, in: *preadvies Vereeniging “Handelsrecht”*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1950.

Van Houten 1889

D. van Houten, *Het stemrecht in de naamloze vennootschap* (diss. Groningen), Den Haag: Mouton & Co. 1889.

Hoyinck & Greve 1990

J.B.A. Hoyinck & A.J.C. Greve, *Gelet op artikel 2. Cijfers over fusies 1970–1990*, Den Haag: SER 1990.

Huizink 2011

J.B. Huizink, *Rechtspersoon, vennootschap en onderneming*, Deventer: Kluwer 2011.

Hülsmann 1935

J.H.H. Hülsmann, *De ongeldigverklaring van meerderheidsbesluiten op grond van wilsgebreken en haar gezag van gewijsde* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: Clausen 1935.

LITERATUURLIJST

Huussen-de Groot 1976

F.M. Huussen-de Groot, *Rechtspersonen in de negentiende eeuw. Een studie van privaatrechtelijke rechtspersonen in de negentiende-eeuwse wetgeving van Frankrijk, Nederland en Duitsland*, Leiden: Universitaire Pers Leiden 1976; Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1976.

Hymans 1891

G. Hymans, *Wijziging der akte van oprichting van naamloze vennootschappen* (diss. Leiden), Den Haag: Mouton 1891.

ICSA 2012

The Institute of Chartered Secretaries and Administrators, in conjunction with the Investor Stewardship Working Party, *Improving engagement practices between companies and institutional investors*, 2012 (www.icsaglobal.com).

Innocentius, Commentaria

Innocentius IV (Sinibaldus Fliscus), *Commentaria super Libros Quinque Decretalium*, Francofurti ad Moenum 1570.

De Jongh 1926

A.W. de Jongh, *Gedenkboek Vereeniging voor den Effectenhandel 1876–1926*, Amsterdam: Vereeniging voor den Effectenhandel 1926.

Israel 2008

J.I. Israel, *De Republiek, 1477 – 1806*, Franeker: Van Wijnen 2008.

Israel 2002

J.I. Israel, *Radical Enlightenment. Philosophy and the Making of Modernity 1650–1750*, Oxford: Oxford University Press 2002.

Jensen 1986

ISWP 2012

Investor Stewardship Working Party, *2020 Stewardship. Improving the Quality of Investor Stewardship*, 2012 (www.tomorrowscompany.com).

ISWP 2013

Investor Stewardship Working Party, *Enhancing stewardship dialogue*, 2013 (www.tomorrowscompany.com).

Jensen 1986

M.C. Jensen, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review* 1986, 323–329.

Jensen 1988

M.C. Jensen, 'Takeovers: Their Causes and Consequences', *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), 21–48.

Jensen 2001

M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function', *Journal of Applied Corporate Finance* 2001, 8–21.

Jensen & Meckling 1976

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305–360.

Jensen & Meckling 1994

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'The Nature of Man', *Journal of Applied Corporate Finance* 1994, 4–19.

Jensen & Murphy 1990

M.C. Jensen & K.J. Murphy, 'Performance Pay and Top Management Incentives', *Journal of Political Economy* 98 (1990), 225–265.

Jensen, Murphy & Wruck 2004

M.C. Jensen, K.J. Murphy & E.G. Wruck, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, working paper 2004 (www.ssrn.com).

Jensen & Ruback 1983

M.C. Jensen & R.S. Ruback, 'The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence', *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 5–50.

Jhering 1877

R. von Jhering, *Der Zweck im Recht I*, Leipzig: Breitkopf & Härtel 1877.

De Jong 2006

A. de Jong, *De Ratio van Corporate Governance* (rede Rotterdam), Rotterdam: Erasmus Research Institute of Management 2006.

De Jong, Jonker & Röell 2013

A. de Jong, J. Jonker & A. Röell, 'De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland tot 1850. Een bedrijfseconomisch perspectief', *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie* 2013/27, 217–232.

LITERATUURLIJST

De Jong & Röell 2007

A. de Jong & A. Röell, 'Financing and Control in The Netherlands', in: R.K. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago/Londen: Chicago University Press 2007, 467–515.

De Jong, Röell & Westerhaus 2010

A. de Jong, A. Röell & G. Westerhaus, 'Changing National Business Systems: Corporate Governance and Financing in the Netherlands, 1945–2005', *Business History Review* 84 (2010), 773–798.

De Jonge I (1862)

J.K.J. de Jonge, *De opkomst van het Nederlandsch gezag in Oost-Indië (1595–1610)*, deel I, Den Haag: Martinus Nijhoff 1862.

De Jonge III (1865)

J.K.J. de Jonge, *De opkomst van het Nederlandsch gezag in Oost-Indië (1595–1610)*, deel II, Den Haag: Martinus Nijhoff 1865.

De Jonge 1968

J.A. de Jonge, *De industrialisatie in Nederland tussen 1850 en 1914*, Amsterdam: Scheltema & Holkema 1968.

De Jongh 2006

J.M. de Jongh, 'Afbreuk aan rechten bij intrekking van aandelen in een NV' (noot bij HR 30 juni 2006, *NJ* 2006, 363 (*Mellon c.s./Unilever*)), *Bb* 2006, 49.

De Jongh 2007a

J.M. de Jongh, 'Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007/11, 34–43.

De Jongh 2007b

J.M. de Jongh, 'Primaat van het bestuur bevestigd', *Bb* 2007, 175–182 (noot bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN AMRO*)).

De Jongh 2009a

J.M. de Jongh, 'Aandeelhoudersactivisten avant la lettre. De dolerende participanten van de VOC', in: M.J.A. Duker, L.J.A. Pieterse & A.J.P. Schild (red.), *WelBeraden. Bundel uitgebracht ter gelegenheid van het 30-jarig bestaan van het Wetenschappelijk Bureau van de Hoge Raad*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, 247–271.

De Jongh 2009b

J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning', *Ondernemingsrecht* 2009/105, 442–455.

De Jongh 2011a

J.M. de Jongh, 'Shareholder Activists *Avant la Lettre*: The “Complaining Participants” in the Dutch East India Company, 1622–1625' in: Koppell (red.) 2011, 61–88.

De Jongh 2011b

J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011/124, 608–618.

De Jongh 2012a

J.M. de Jongh, 'Oligarchie in thema en variaties. Zeggenschapsrechten van aandeelhouders vóór 1900', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012, 3–33.

De Jongh 2012b

J.M. de Jongh, 'Shareholder Duties to the Company and Fellow Shareholders', *European Company Law* 9, nr. 3 (2012), 185–191.

De Jongh 2012c

J.M. de Jongh, 'Kortetermijngedrag op de aandelenmarkten: een beschouwing naar aanleiding van de *Kay Review*', *Ondernemingsrecht* 2012/107, 579–584.

De Jongh 2012d

J.M. de Jongh, 'Aandeelhouders gebonden aan eisen van redelijkheid en billijkheid', *NJB* 2012/2099, 2622–2623.

Jonker 1996

J. Jonker, *Merchants, Bankers, Middlemen. The Amsterdam money market during the First half of the 19th century* (diss. Utrecht), Amsterdam: Neha 1996.

Jonker 1999

J. Jonker, 'De bakermat van het moderne bankwezen. De Nederlandse geldhandel tussen de Franse tijd en de eerste handelsbanken, 1813–1870', in: De Vries, Vroom & De Graaf (red.) 1999, 49–94.

LITERATUURLIJST

Jonker & Sluyterman 2000

J. Jonker & K. Sluyterman, *Thuis op de wereldmarkt. Nederlandse handelshuizen door de eeuwen heen*, Den Haag: SDU 2000.

Kahneman 2011

D. Kahneman, *Thinking, fast and slow*, London: Penguin (Allen Lane) 2011.

Kamphuisen 1948

P.W. Kamphuisen, 'De rechtsverhouding tussen directeur en NV', *NV* 25 (1948), 181–186.

Kay 2012

J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*, 2012 (www.gov.uk).

Keay 2007

A. Keay, 'Tackling the Issue of the Corporate Objective. An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'', *Sydney Law Review* 29 (2007), 577–612.

Keay 2011

A. Keay, *The Corporate Objective. Corporations, Globalisation and the Law*, Cheltenham: Edward Elgar 2011.

Van der Keessel 1800 (1860)

D.G. van der Keessel, *Theses selectae juris Hollandici et Zelandici*, Amsterdam: Muller 1860.

Kemna & Van de Loo 2009

A.G.Z. Kemna & E.L.H.M. van de Loo, *Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen. Een driehoeksverkenning*, 2009 (www.eumedion.nl).

Kemperink 2013

G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2013.

Keynes 1926 (1927)

J.M. Keynes, *The End of Laissez-Faire*, London: Hogarth Press 1927.

Kist 1855

J.G. Kist, 'Iets over het begrip van Vennootschap', *Themis* 1855, 206–226.

Kist 1863

J.G. Kist, *De maatschap of vennootschap*, Amsterdam: G.H. Gebhard & Comp. 1863.

Kist e.a. 1890

J.G. Kist, T.M.C. Asser, M.J. Pijnappel, W.L.P.A. Molengraaff (Staatscommissie tot herziening van het Wetboek van Koophandel), *Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere, met toelichtingen*, Den Haag: Belinfante 1890.

Kist/Visser 1914

J.G. Kist (bew. door L.E. Visser), *Beginnelsen van Handelsrecht volgens de Nederlandsche wet III. Handelsverbintenissen uit overeenkomst*, Den Haag: Belinfante 1914.

Klaassen 2007

A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders. Historische, concernrechtelijke en rechtsvergelijkende beschouwingen, in het bijzonder over structuurwijzigingen* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007.

Klein Wassink 2012

A.H.M. Klein Wassink, *Toetsing van besluiten in het rechtspersonenrecht* (diss. Amsterdam VU), Deventer: Kluwer 2012.

Klein & Zur 2009

E. Zur & A. Klein, The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders, working paper 2001 (www.ssrn.com).

Klein & Zur 2011

A. Klein & E. Zur, 'The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders', *The Review of Financial Studies* 2011, 1735–1771.

Klomp 1998

R.J.Q. Klomp, *Opkomst en ondergang van het handelsrecht* (diss. Amsterdam UvA), Ars Aequi Libri 1998.

De Kluiver 2009

H.J. de Kluiver, 'Vennootschappelijke repliek op Timmerman's grondslagen', *Ondernemingsrecht* 2009/4, 17–20.

LITERATUURLIJST

De Kluiver 2013

H.J. de Kluiver, 'Het einde van de rechtspersoonlijkheid: een rechtseconomisch perspectief', in: G. van Solinge, C.D.J. Bulten e.a., *Relativering van rechtspersoonlijkheid*, Deventer: Kluwer 2013, 87–99.

Knuttel 1978

W.P.C. Knuttel, *Catalogus van de pamfletten-verzameling berustende in de Koninklijke Bibliotheek*, Utrecht: Hes Uitgevers 1978; www.kb.nl (The Early Modern Pamphlets Online (TEMPO)).

Koelemeijer 1999

M. Koelemeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 1999.

Koopman VI (1776)

De Koopman, of Bydragen ten Opbouw van Neêrlands Handel en Zeevaart, deel VI, Amsterdam: Gerrit Bom 1776.

Koppell (red.) 2011

J.G.S. Koppell (red.), *Origins of Shareholder Advocacy*, New York: Palgrave MacMillan 2011.

Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012

P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012.

Kort Onderricht

Kort Onderricht der Participanten rechtveerdighe klachten over de Bewinthebers van de Oost-Indische Compagnie, in: Knuttel 1978, nr. 3355

Korte Aenwysinge

Korte Aenwysinge Van de kleyne profijten die de Participanten vande tegenwoordige gheoctroyeerde Oost-Indische Compaignie dese 19 jaren hebben ghenoten/ ende waer uyt 'tselve is gesproten op dat int nieuwe aenstaende Octroy door de E.H.M. Heeren Staten Generael daer in mach werden versien, in: Knuttel 1978, nr. 3352.

Kraakman e.a. 2009

R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2009.

Van der Krans 2009

A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2009

Kroeze & Verbrugh 2007

M.J. Kroeze & M.A. Verbrugh, 'Rechterlijke bemiddeling bij Stork is OK', *NJB* 2007, 422.

Kuijpers 2011

W.B. Kuijpers, 'Het Zweedse model van nominatiecommissies: verfrissend voor

de RvC's van Nederlandse beursvennootschappen?', *Ondernemingsrecht* 2011/28, 144–155.

Kyd I (1793)

S. Kyd, *A Treatise on the Law of Corporations*, Vol. I, London: Butterworth 1793.

Kyd II (1794)

S. Kyd, *A Treatise on the Law of Corporations*, Vol. II, London: Butterworth 1794.

Lambooy 2010

T.E. Lambooy, *Corporate Social Responsibility. Legal and semi-legal frameworks supporting CSR. Developments 2000–2010 and case studies* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010

Lawson 1993

Ph. Lawson, *The East India Company: A History*, Londen/New York: Longman 1993.

Lazonick 2007

W. Lazonick, 'The US stock market and the governance of innovative enterprise', *Industrial and Corporate Change* 2007, 983–1035.

Lazonick 2010

W. Lazonick, 'The Explosion of Executive Pay and the Erosion of American Prosperity', *Entreprises et histoire* 2010, 141–164.

Lazonick & O'Sullivan 2000

W. Lazonick & M. O'Sullivan, 'Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance', *Economy and Society* 29 (2000), 13–35.

LITERATUURLIJST

Lefebvre-Teillard 1981

A. Lefebvre-Teillard, 'L'intervention de l'État dans la constitution des sociétés anonymes (1807–1867)', *Revue historique de droit français et étranger* 59 (1981), 383–418.

Lefebvre-Teillard 1985

A. Lefebvre-Teillard, *La société anonyme au XIXe Siècle. Du Code de commerce à la loi de 1867. Histoire d'un instrument juridique du développement capitaliste*, Parijs: Presses Universitaires de France 1985.

Lehmann 1895

K. Lehmann, *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce*, Berlijn: Carl Heymanns Verlag 1895.

Lehmann I (1898)

K. Lehmann, *Das Recht der Aktiengesellschaften; Erster Band*, Berlin: Carl Heymanns Verlag 1898.

Lehmann II (1904)

K. Lehmann, *Das Recht der Aktiengesellschaften; Zweiter Band*, Berlin: Carl Heymanns Verlag 1904.

Lemmers 2004

N. Lemmers, 'Het onderzoeksrapport Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998–2002', *Ondernemingsrecht* 2004/75, 217–220.

Levy 1869

I.A. Levy, *Het Algemeene Deutsche Handels-Wetboek vergeleken met het Nederlandsche Wetboek van Koophandel*, Amsterdam: J.C. van Kesteren & Zoon 1869.

Levy 1884

I.A. Levy, *Actiënrecht; Bijdrage tot de herziening onzer handelswet*, Den Haag: Belinfante 1884.

Levy 1902

I.A. Levy, 'Op welke wijze behooren de voorschriften van het Wetboek van Koophandel betreffende samenstelling en behoud van het kapitaal der Naamlooze Vennootschap te worden herzien?', in: *preadvies Broederschap van Candidaat-Notarissen*, bijvoegsel bij *WPNR* 1902/1698.

Lévy-Bruhl 1938

H. Lévy-Bruhl, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII^e et XVIII^e siècles*, Parijs: Domat-Montchrestien 1938.

Lieber 1968

A.E. Lieber, 'Eastern Business Practices and Medieval European Commerce,' *The Economic History Review, New Series* 21 (1968), 230–243.

Lieder 2007

J. Lieder, *Die 1. Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870*, in: Bayer & Habersack 2007, 318–387.

Van Limburg Stirum 1829

Th.H. graaf van Limburg Stirum, *Iets over de naamlooze maatschappijen*, Den Haag/Amsterdam: Gebr. Van Cleeff 1829.

Lipp 1982/1983

M. Lipp, '«Persona moralis», «juristische Person» und «Personenrecht» – eine Studie zur dogmengeschichte der «juristischen Person» im Naturrecht und frühen 19. Jahrhundert', *Quaderni Fiorentini* 11/12 (1982/1983), *Itinerari moderni della persona giuridica, tomo I*, 217–262.

Lipton 2013

M. Lipton, *The Bebachuk Syllogism*, 2013 (<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/08/26/the-bebachuk-syllogism/>).

Locke 1689 (1698)

J. Locke, *Two Treatises of Government*, London: Black Swan 1698.

Locré XVII (1829)

J.G. Locré, *La législation civile, commerciale et criminelle de la France. Tome XVII, Code de Commerce, Tome I – Livre I. – Du commerce en général*, Parijs: Treuttel et Würtz 1829.

Locré 1807

J.G. Locré, *Esprit du Code de Commerce*, Parijs: Imprimerie Impériale 1807.

Loder 1898

B.C.J. Loder, *Het voorstel der “Koninklijke” en het recht*, Rotterdam: J. de Jong 1898.

LITERATUURLIJST

Lokin & Jansen 1995

J.H.A. Lokin & C.J.H. Jansen, *Tussen droom en daad. De Nederlandse Juristen-Vereniging 1870–1995*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1995.

Löwenfeld 1879

H. Löwenfeld, *Das Recht der Actien-Gesellschaften. Kritik und Reformvorschläge*, Berlijn: Guttentag 1879.

Löwensteyn 1959

F.J.W. Löwensteyn, *Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap* (diss. Amsterdam UvA), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1959.

Loth 2010

M.A. Loth, 'Het streven naar rechtvaardigheid in het vermogensrecht', *WPNR* 2010/6843, 405–410.

Lydenberg 2013

S. Lydenberg, 'Reason, Rationality and Fiduciary Duty', *Journal of Business Ethics* 2013/2.

Maatman & Raaijmakers 2006

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006/77, 256–262.

Maeijer 1964

J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (rede Nijmegen 1964), herdrukt in Maeijer 2009, 141–162; verwezen wordt naar de pagina's in Maeijer 2009.

Maeijer 1975

J.M.M. Maeijer, 'De positie van aandeelhouders', in: J.M.M. Maeijer, W. Albeda, W.C.L. van der Grinten & H.W. Lambers, *Problemen bij fusie van n.v. en b.v.*, Deventer: Kluwer 1975, 3–18.

Maeijer 1976

J.M.M. Maeijer, *Vennootschapsrecht in beweging*, Alphen aan den Rijn: Samson 1976.

Maeijer 1982

J.M.M. Maeijer, 'Het belangenconflict in de onderneming-vennootschap: rechtsmiddelen en jurisprudentie (1982)', herdrukt in: Maeijer 2009, 229–246.

Maeijer 2009

C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen, G. van Solinge (red.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Deventer: Kluwer 2009.

Malmendier 2002

U. Malmendier, *Societas publicanorum. Staatliche Wirtschaftsaktivitäten in den Händen privater Unternehmer* (diss. Bonn), Keulen: Böhlau 2002.

Mansvelt 1922

W.M.F. Mansvelt, *Rechtsvorm en geldelijk beheer bij de Oost-Indische Compagnie* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: Sets & Zeitlinger 1922.

Masouros 2012

P.E. Masouros, *Corporate Law and Economic Stagnation. How Shareholder Value and Short-termism Contribute to the Decline of the Western Economies* (diss. Leiden), Den Haag: Eleven International Publishing 2012.

Matthaeus, De Criminibus (1672)

A. Matthaeus, *De Criminibus ad Lib. XLVII et XLVIII Dig. Commentarius Antonii Matthaei*, Vesaliae: A. ab Hoogenhuysen 1672.

Mayer 2013

C. Mayer, *Firm Commitment. Why the corporation is failing to us and how to restore trust in it*, Oxford: Oxford University Press 2013.

Mehr 2008

R. Mehr, *Societas und universitas. Römischrechtliche Institute im Unternehmensgesellschaftsrecht vor 1800* (diss. Jena), Keulen: Böhlau 2008.

Mehr 2008 (Quellenanhang)

R. Mehr, *Quellenanhang*, CD-ROM, horende bij Mehr 2008.

Meij 1934

J.L. Meij, 'Autocratie en democratie in het beheer der Naamlooze Vennootschap', *NV* 13 (1934), 235–237 en 270–272.

Meijer, Storm & Timmerman 2012

G. Meijer, P. Storm & L. Timmerman, *Piet Sanders. Een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012.

Meijers 1958

E.M. Meijers, *De algemene begrippen van het burgerlijk recht*, Leiden: Universitaire Pers Leiden 1958.

LITERATUURLIJST

Melis, Pape & Lückerath-Rovers 2011

D.A.M. Melis, L. Pape & M. Lückerath-Rovers, *Enforceability of institutional investors' responsibilities in corporate governance through the Dutch Corporate Governance Code: are regulators and practitioners on the same page (and to who are institutional investors accountable)?*, working paper 2011 (www.ssrn.com).

Mendel 1989

M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd* (rede Leiden), Deventer: Kluwer 1989.

Million 1990

David Million: 'Theories of the Corporation', *Duke Law Journal* 1990, 201–262.

Mitteis 1908

L. Mitteis, *Römisches Privatrecht bis auf die Zeit Diokletians. Erster Band. Grundbegriffe und Lehre von den Juristischen Personen*, Leipzig: Duncker & Humblot 1908.

Moerland 1995

P.W. Moerland, 'Corporate governance' en marktwerking', *NV* 73 (1995), 257–250.

Moerman & Van der Laan 2007

L. Moerman & S. van der Laan, 'Pursuing shareholder value. The rhetoric of James Hardie', *Accounting Forum* 31 (2007), 354–369.

Le Moine de l'Espine & Le Long 1801

J. Le Moine de l'Espine & I. Le Long, *De Koophandel van Amsterdam en andere Nederlandsche Steden, naar alle gewesten der waereld II*, Amsterdam: J. de Groot 1801.

Mommsen 1843

Th. Mommsen, *De collegiis et soladiciis romanorum*, Kiel: Schwersiana 1843.

Molengraaff 1889

W.L.P.A. Molengraaff, 'Proeve eener critische bespreking der Nederlandsche rechtspraak. I Vennootschapsrecht', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1889, 37–72 en 412–430.

Molengraaff 1899

W.L.P.A. Molengraaff, *Leidraad bij de beoefening van het Nederlandsche handelsrecht*, Haarlem: Bohn 1899.

Molengraaff 1922

W.L.P.A. Molengraaff, 'W.M.F. Mansvelt, Rechtsvorm en geldelijke beheer bij de Oost-Indische Compagnie' (recensie), *Rechtsgeleerd Magazijn* 1922, 550–556.

Molengraaff 1923

W.L.P.A. Molengraaff, *Leidraad bij de beoefening van het Nederlandsche handelsrecht*, Haarlem: Bohn 1923.

Molengraaff 1926a

W.L.P.A. Molengraaff, 'Eenige algemeene beschouwingen naar aanleiding van het ontwerp van wet tot regeling der naamlooze vennootschap', in *Feestuitgave bij WPNR* 1926/2947, 4–10.

Molengraaff 1926b

W.L.P.A. Molengraaff, *De herziening van het recht der naamlooze vennootschap. Beschouwingen verschenen in "De Telegraaf"*, Purmerend: J. Muuses 1926.

Molengraaff e.a. 1927

W.L.P.A. Molengraaff e.a., *Rapport over het gewijzigd ontwerp van wet op de naamlooze vennootschappen*, opgesteld t.b.v. de Vereeniging Handelsrecht, 1927.

Molengraaff 1947

W.L.P.A. Molengraaff/C.W. Star Busmann, Chr. Zevenbergen, T.J. Dorhout Mees, G.H.C. Bodenhausen (bew.), *Leidraad bij de beoefening van het Nederlandsche Handelsrecht*, deel I, Haarlem: Bohn 1947.

Mom Visch 1866

D.J. Mom Visch, recensie van Van Nierop 1866, *Themis* 1866, 587–609.

Monitoring rapport 2012

Monitoring commissie corporate governance code, *Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, 2012 (www.mccg.nl).

LITERATUURLIJST

Monté ver Loren & Spruit 2000

J.Ph. Monté ver Loren & J.E. Spruit, *Hoofddlijnen uit de ontwikkeling der rechterlijke organisatie in de Noordelijke Nederlanden tot de Bataafse omwenteling*, Deventer: Kluwer 2000.

Moorman van Kappen 1984

O. Moorman van Kappen, Vennootschappelijke sprokkelingen, in: J.M.M. Maeijer e.a. (red.), *Goed en Trouw* (Van der Grinten Bundel), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1984.

Van Mourik 1973

M.J.A. van Mourik, 'Vennootschapsrecht en/of ondernemingsrecht?', *TVVS* 1973, 257–267.

Mulder 1884

D. Mulder, *De algemeene vergadering van naamlooze vennootschappen* (diss. Amsterdam UvA), Veendam: J. Mulder 1884.

Murphy 2009

A.L. Murphy, *The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble*, Cambridge: Cambridge University Press 2009.

Naerder Aenwysinghe

Naerder Aenwysinghe Der Bewinthebbers Regieringe, in: Knuttel 1978, nr. 3354.

Neal 1993

L. Neal, *The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge: Cambridge University Press 1993.

Nettelbladt 1749 (1767)

D. Nettelbladt, *Systema elementare universae iurisprudentiae naturalis*, Halle Magdeburg 1749 (1767).

Van Nierop 1865

A.S. van Nierop, *Een woord over het staatstoezigt*, Amsterdam: W.H. Zeelt 1865.

Van Nierop 1866

F.S. van Nierop, *De vennootschap met beperkte aansprakelijkheid volgens het Engelsche recht* (diss. Leiden), Amsterdam: Gebr. Binger 1866.

Van Nierop & Baak 1881–1888

A.H. van Nierop & E. Baak, *De Nederlandsche Naamlooze Vennootschappen*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1881/1882, 1883, 1884, 1885, 1886, 1887, 1888 (overzicht van opgerichte NV's).

Nieuwenhuis 1997

J.H. Nieuwenhuis, *Confrontatie en compromis. Recht, retoriek en burgerlijke moraal*, Deventer: Kluwer 1997.

Van den Nieuwenhuijzen, Galle & Soppe 2010

S.J. van den Nieuwenhuijzen, J.G.C.M. Galle & A.B.M. Soppe, 'Shareholder Management – Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?', *TvOB* 2010, 10–17.

Nieuwe Weme e.a. (red.) 2008

M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008.

Nieuwe Weme & Van Solinge 2008

M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, 'Inleiding', in: Nieuwe Weme e.a. (red.) 2008, 1–107.

Van Nispen tot Sevenaer 1927–1928

C.M.O. van Nispen tot Sevenaer, 'Het rechtskarakter van de statuten eener Naamlooze Vennootschap', *NV* 6 (1927–1928); 260–263; 298–300; *NV* 7 (1928–1929), 163–166.

Van Nispen tot Sevenaer 1928

C.M.O. van Nispen tot Sevenaer, 'Vennootschapsbelang tegenover bijzonder Vennootenbelang', *NV* 7 (1928–1929), 193–196.

Van Nispen tot Sevenaer 1935

C.M.O. van Nispen tot Sevenaer, 'Gemeenschapsrecht of de verrassende opgang van nieuwe rechtsbeschouwingen', *Themis* 1935, 313–333.

Van Nispen tot Sevenaer 1936

C.M.O. van Nispen tot Sevenaer, *De rechtspersoon. Een studie over het wezen der rechtspersoon en deszelfs beteekenis voor staats- en privaatrecht*, Haarlem: Tjeenk Willink 1936 .

Noldus 1970

W.J.M. Noldus, 'Emissie van aandelen', *TVVS* 1970, 133–141.

LITERATUURLIJST

Von Nordenflycht 2011

A. von Nordenflycht, 'The Great Expropriation: Interpreting the Innovation of "Permanent Capital" at the Dutch East India Company', in: Koppell (red.) 2011, 89–98.

Nootwendich Discours

S. van Middelgeest, *Nootwendich Discours oft Vertooch aan de Hooch-Mogende Heeren Staten-Generaal van de Participanten der Oost-Indische Compagnie tegens Bewinthebbers*, 1622, in: Knuttel 1978, nr. 3348.

Van Olffen 2013

M. van Olffen, 'Nederlandse loyaliteitsaandelen met een Frans sausje', *Ondernemingsrecht* 2013/67, 333–337.

Oppenheim 1926

A.S. Oppenheim, 'De oligarchische clause' in: *Feestuitgave bij WPNR* 1926/2947, 44–49.

Oranje 2012

F.J. Oranje, 'Convocatie- en agenderingsrecht van aandeelhouders', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers (red.) 2012, 275–304.

Van Oven 1961

A. van Oven, 'Het N.V.-recht en de zelfstandigheid van de ondernemer. Naar aanleiding van het door de Dr. Wiardi Beckman Stichting in 1959 gepubliceerde rapport getiteld "De hervorming van de onderneming"', *De economist* 109/12 (1961), 878–905.

Overkleeft 2009

F.G.K. Overkleeft, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot(her)bezinning', *Ondernemingsrecht* 2009/167, 714–723.

Overkleeft 2012

F.G.K. Overkleeft, 'HR ABN AMRO at 5: over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen', in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2011–2012, Deventer: Kluwer 2012, 191–224.

Pahlow 2007

L. Pahlow, 'Aktienrecht und Aktiengesellschaft zwischen Revolution und Reichsgründung. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861', in: Bayer & Habersack 2007, 237–286.

Pardessus 1815

J.-M. Pardessus, *Cours de droit commercial*, Parijs: Garnery 1815.

Parl. Gesch. (Algemeen Deel)

C.J. van Zeben, W.V. Belinfante & O.W. van Ewijk, *Parlementaire Geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Algemeen Deel, Voorgeschiedenis en algemene inleiding*, Deventer: Kluwer 1962.

Parl. Gesch. Boek 2

C.J. van Zeben, W.G. Belinfante & O.W. van Ewijk, *Parlementaire Geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Boek 2, Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer 1962.

Passow 1907

R. Passow, *Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft*, Jena: Gustav Fischer 1907.

Pauw, *Observationes Tumultuariæ Novæ*

W.L. de Koning-Bey, L.E. van Holk, H.W. van Soest e.a. (red.), *Wilhelmi Pauw, Observationes Tumultuariæ Novæ*, deel 1–3, Haarlem: H.D. Tjeenk Willink 1964, 1967 en 1972.

Peters e.a. 1997

Commissie Corporate Governance o.l.v. J.F.M. Peters, *Corporate Governance in Nederland. De veertig aanbevelingen*, 1997.

Petram 2011

L.O. Petram, *The World's First Stock Exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700* (diss. Amsterdam UvA), 2011 (dare.uva.nl/document/201694).

Petrażycki 1906

L. v. Petrażycki, *Aktienwesen und Spekulation. Eine ökonomische und rechtspsychologische Untersuchung*, Berlijn: Müller 1906.

Philips 1928

Aug. Philips, 'Een kantteekening bij de memorie van antwoord over het wetsontwerp op de naamloze vennootschappen', *Economisch-Statistische Berichten* 1928, 438–440.

De Pinto 1841

A. de Pinto, *Handleiding tot het Wetboek van Koophandel*, Den Haag: Belinfante 1841.

LITERATUURLIJST

De Pinto 1864

A.A. de Pinto, 'De begrootingsdiscussie en de naamlooze vennootschappen, W2641 (1864).

De Pinto 1876

A. de Pinto, *Handleiding tot het Wetboek van Koophandel II*, Utrecht: Van der Post 1876.

Placcaet

Placcaet Teghens seecker Fameus Libel/geintituleert/Nootwendigh discours/ofte Vertoogh aende Hog: Mog: Heeren Staten Generael / vande Participanten der Oost-Indische Compagnie/tegens de Bewinthebberen, in: Knuttel 1978, nr. 3349.

Pöhls 1842

M. Pöhls, *Das Recht der Actiengesellschaften, mit besonderer Rücksicht auf Eisenbahngesellschaften*, Hamburg: Hoffmann und Campe 1842.

Polak 1918

R. Polak, *Wering van vreemden invloed uit nationale ondernemingen* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: J.H. de Bussy 1918.

Polak 1931

N.J. Polak, 'Atavismen in en om de Naamlooze Vennootschap', *NV* 10 (1931), 65–71.

La Porta e.a. 1997

R. La Porta e.a., 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Finance* 53 (1997), 1131–1150.

La Porta e.a. 1998

R. La Porta e.a., 'Law and Finance', *Journal of Political Economy* 106 (1998), 1113–1155.

La Porta e.a. 1999

R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes & A. Shleifer, 'Corporate Ownership around the World', *Journal of Finance* 54 (1999), 471–517.

La Porta e.a. 2000a

R. La Porta e.a., 'Investor Protection and Corporate Governance', *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 3–27.

La Porta e.a. 2000b

R. La Porta e.a., 'Agency Problems and Dividend Policies around the World', *Journal of Finance* 55 (2000), 1–33.

Portielje 1834

D.A. Portielje, *Disputatio juridica de societate innominata cum collegiis et universitatibus juris antiqui non confundenda* (diss. Amsterdam), Amsterdam: Groebe 1834.

Pothier VII

R.J. Pothier, *Œuvres complètes de Pothier. Nouvelle édition, Tome septième. Traité du contrat de bail à rente, du contrat de société, des cheptels*, Paris: Thomine et Fortic 1821.

Prak & Van Zanden 2013

M. Prak & J.L. van Zanden, *Nederland en het poldermodel. Sociaal-economische geschiedenis van Nederland, 1000–2000*, Amsterdam: Bert Bakker 2013.

Pryor 1977

J.H. Pryor, 'The Origins of the Commenda Contract,' *Speculum* 52 (1977), 5–37.

Punt 2010

H.M. Punt, *Het vennootschapsrecht van Holland. Het vennootschapsrecht van Holland, Zeeland en West-Friesland in de rechtspraak van de Hoge Raad van Holland, Zeeland en West-Friesland* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2010.

Pufendorf 1684

S. Pufendorf, *De jure naturae et gentium libri octo; editio secunda*, Frankfurt am Main 1684.

PWC 2012

PWC in samenwerking met London School of Economics, *Pay: what motivates financial services executives? The psychology of incentives*, 2012 (www.pwc.com).

Raaijmakers 1987

M.J.G.C. Raaijmakers, *Rechtspersonen tussen contract en instituut* (rede KUB), Deventer: Kluwer 1987.

Raaijmakers 2005

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA' *Ondernemingsrecht* 2005/38, 106–112.

LITERATUURLIJST

Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Raaijmakers 2007a

M.J.G.C. Raaijmakers, noot bij OK 17 januari 2007 (*Stork*), *Ars Aequi* 2007, 346–353.

Raaijmakers 2007b

G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen; empty voting, vote stripping, hidden ownership, en vote trading’, in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (preadvies Vereniging “Handelsrecht”), Deventer: Kluwer 2007.

Raaijmakers & Van der Schee 2008

M.J.G.C. Raaijmakers, m.m.v. P.A. van der Schee, ‘Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief’, in: *Nieuwe Weme e.a. (red.)* 2008, 1125–1174.

Raaijmakers 2009

G.T.M.J. Raaijmakers, ‘De financiële markt en het ondernemingsrecht’ (rede Amsterdam VU), *Ondernemingsrecht* 2009/104, 430–441.

Raaijmakers 2010

M.J.G.C. Raaijmakers, *Naar een Wetboek Ondernemingsrecht?* (afscheidscollege Tilburg), Den Haag: Boom 2010.

Raaijmakers 2012

G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Gelijke behandeling van aandeelhouders en beleggers’, in: *Van der Korst, Abma & Raaijmakers* 2012, 35–73.

Raaijmakers & Van der Schee 2008

M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, ‘Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief’, in: *Nieuwe Weme e.a. (red.)* 2008, 1125–1172.

Rathenau 1917

W. Rathenau, ‘Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung’, in: W. Rathenau, *Gesammelte Schriften* V, Berlijn: Fischer 1918, 122–177.

Rathenau 1918

W. Rathenau, *Von kommenden Dingen*, Berlijn: Fischer 1918

Rebers & Maatman 2008

E.H. Rebers & R.H. Maatman, 'De rol van aandeelhouders bij een openbaar bod' in: Nieuwe Weme e.a. (red.) 2008, 375–400.

Van Rees 1868

O. van Rees, *Geschiedenis der staathuishoudkunde in Nederland tot het einde der achttiende eeuw II: Geschiedenis der koloniale politiek van de Republiek der Vereenigde Nederlanden*, Utrecht: Kemink 1868.

Renaud 1863

A. Renaud, *Das Recht der Actiengesellschaften*, Leipzig: Bernhard Tauchnitz 1863.

Renard 1939

G. Renard, *La philosophie de l'institution*, Paris: Sirey 1939.

Ribbius 1927

H. Ribbius, 'Het wetsontwerp op de naamloze vennootschappen en de Eerste Kamer', *W11720 en W11721* (1927).

Riechers 1996

A. Riechers, *Das 'Unternehmen an sich'* (diss. Tübingen), Tübingen: Mohr Siebeck 1996.

Riemersma 1952

J.C. Riemersma, 'Trading and shipping associations in 16th century Holland', in: *Tijdschrift voor geschiedenis* 65 (1952), 330–338.

Rietkerk 1997

G. Rietkerk, 'Shareholder value', *NV* 75 (1997), 155.

Rietkerk 1998

G. Rietkerk, 'Ondernemingsdoelstelling bij separatie van eigendom en leiding', *NV* 76 (1998), 285–290.

Van Rijn 1905

G. van Rijn, *Het groote tafereel der dwaasheid en zijne geschiedenis, voorafgegaan door eenige mededeelingen over de Utrechtsche en Middelburgsche Compagnien*, Amsterdam: Frederik Muller & Co. 1905.

Ringe 2012

W.-G. Ringe, *Hedge Funds and Risk-Decoupling - The Empty Voting Problem in the European Union*, working paper 2012 (www.ssrn.com).

LITERATUURLIJST

Robé 2011

J.-Ph. Robé, 'The Legal Structure of the Firm', *Accounting, Economics, and Law* 1 (2011), Iss.1, Article 5.

Robins 2006

N. Robins, *The Corporation that Changed the World. How the East India Company Shaped the Modern Multinational*, Londen: Pluto Press 2006

Rock 2012

E.B. Rock, 'Shareholder Eugenics in the Public Corporation', *Cornell Law Review* 97 (2012), 849–906.

Rodrigues 2006

U. Rodrigues, 'The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy', 63 *Washington & Lee Law Review* 2006, 1389–1406.

Roe 2013

M.J. Roe, *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, working paper 2013 (www.ssrn.com).

Roelevink V (1983)

J. Roelevink (bew.), *Resolutiën der Staten-Generaal. Nieuwe reeks, 1610–1670: deel 5, 1621–1622*, 's-Gravenhage: Martinus Nijhoff 1983.

Roelevink VI (1989)

J. Roelevink (bew.), *Resolutiën der Staten-Generaal. Nieuwe reeks, 1610–1670. Deel 6. 2 januari 1623–30 juni 1624*, 's-Gravenhage: Instituut voor Nederlandse geschiedenis 1989.

Roes 1930

G.J. Roes, 'Wettelijke en statutaire machtsverdeeling tusschen de aandeelhouders en het bestuur eener N.V.', *NV IX* (1930), 65–68, 97–100, 129–134, 161–163, 199–201, 259–264.

Rogron 1827

J.A. Rogron, *Code de commerce, expliqué par ses motifs et par des exemples*, Brussel: P.J. de Mat 1827.

Romme 1946

C.P.M. Romme, *De Onderneming als Gemeenschap in het Recht*, Amsterdam: Urbi et Orbi 1946.

Rothweiler & Geyer 2007

E. Rothweiler & Stefan Geyer, *Von der Compagnie de commerce zur société anonyme: Die Geschichte der Aktiengesellschaft in Frankreich bis zum Code de commerce*, in: Bayer & Habersack 2007, 23–45.

Rousseau 1762

J.J. Rousseau, *Du contrat social; ou principes du droit politique*, Amsterdam: M.M. Rey 1762.

Ruding 1997

H.O.C.R. Ruding, 'De Commissie-Peters vanuit internationale hoek bezien', *TVVS* 1997, 295–299.

De ruysscher 2009

D. De ruysscher, 'Naer het Romeinsch recht alsmede den stiel mercantiel.' *Handel en recht in de Antwerpse rechtbank (16^{de} en 17^{de} eeuw)* (diss. Leuven), Kortrijk-Heule: UGA 2009.

Sainsbury 1916

E.B. Sainsbury, *A calendar of the Court Minutes etc. of the East India Company, 1655–1659*, Oxford: Oxford University Press (Clarendon Press) 1916.

Sandel 2009

M.J. Sandel, *Justice: What's the Right Thing to Do?*, Londen: Penguin 2009.

Sanders 1952

P. Sanders, 'Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap', in *Rechtskundige Opstellen aangeboden aan R.P. Cleveringa*, Zwolle: Tjeenk Willink 1952.

Sanders 1968

P. Sanders, 'De herziening van ons vennootschapsrecht. Op weg naar een ondernemingsrecht?', *NV* 1968, 101–107.

Sanders 1971

P. Sanders, 'Op weg naar ondernemingsrecht' in: *Met eerbiedigende werking. Opstellen aangeboden aan prof.mr. L.J. Hijmans van den Bergh*, Deventer: Kluwer 1971, 221–232.

Savary des Brûlons & Savary 1765 (1723)

J. Savary des Brûlons & Ph.-L. Savary, *Dictionnaire universel de commerce V*, Copenhagen: Claude Philibert 1765.

LITERATUURLIJST

Savigny 1840

F.C. von Savigny, *System des heutigen Römischen Rechts II*, Berlijn: Veit 1840.

Savigny 1853

F.C. von Savigny, *Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts II*, Berlijn: Veit 1853.

Schadée 1903–1906

H.M.A. Schadée, ‘Naamlooze vennootschappen’, *Magazijn voor Handelsrecht* XV (1903), 1–12, XVI (1904), 121–138, XVII (1906), 139–149.

Schadée 1954

A. Schadée, ‘Een vennootschapskamer?’, *NV* 32 (1954), 1–4.

Scheltema 1926

F.G. Scheltema, *Het gewijzigd ontwerp van wet op de naamlooze vennootschappen*, Den Haag: Belinfante 1926.

Scheltema 1927

F.G. Scheltema, ‘Het nader gewijzigd ontwerp van wet op de naamlooze vennootschappen’, *NJB* 1927, 681–687; 697–703.

Schenk 2010

H. Schenk, ‘Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?’, *Onderneming en Financiering* 2010, 61–71.

Schijf 1993

H. Schijf, *Netwerken van een financieel-economische elite. Personele verbanden in het Nederlandse bedrijfsleven aan het eind van de negentiende eeuw* (diss. Amsterdam UvA), Amsterdam: Het Spinhuis 1993.

Schild 2011

A.J.P. Schild, ‘Het evenredigheidsbeginsel in het ondernemingsrecht; de jurisprudentie van het EHRM als inspiratiebron’, *Ondernemingsrecht* 2011/125, 619–625.

Schild 2012

A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2012.

Van Schilfgaarde 1974

P. van Schilfgaarde, ‘Fusieproblemen bij de n.v. en de b.v. – opmerkingen naar aanleiding van het kongres te Nijmegen’, *NV* 52 (1974), 206–211.

Van Schilfgaarde 1976

P. van Schilfgaarde, 'De betekenis van de algemene bepalingen van Boek 2 BW', *TVVS* 1976, 2–39.

Van Schilfgaarde 1983

P. van Schilfgaarde, 'Boek 2 BW', in: *Fait Accompli: wordt het NBW een rustig bezit?* (Lustrumbundel van het juridisch Dispuutgezelschap Joannes van der Linden), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1983, 121–133; herdrukt in Van Schilfgaarde 2000, 191–203.

Van Schilfgaarde 2000

P. van Schilfgaarde, *Peter van Schilfgaarde select; een bloemlezing uit zijn werk*, Deventer: Kluwer 2000.

Van Schilfgaarde & Winter 2009

P. van Schilfgaarde & J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.

Scholten 1926a

P. Scholten, 'De naamlooze vennootschap Vereeniging of instelling?', in: *Feestuitgave bij WPNR* 1926/2947, 3–4.

Scholten 1926b

P. Scholten, 'Nieuwe Geschriften over het Wetsontwerp op de Naamlooze Vennootschappen', *WPNR* 1926/2966, 565–568.

Scholten 1956

Y. Scholten, 'De rechtspersoon. Enkele vragen betreffende de regeling van de rechtspersoon in het nieuwe Burgerlijk Wetboek', in: *preadvies Broederschap der Candidaat-notarissen* 1956.

Schouten 1906

A.E. Schouten, 'Beschouwingen over de rechtspositie van den aandeelhouder in de naamlooze vennootschap', *Tijdschrift voor privaatrecht, notariaat en fiscaal recht* 1906, 150–204.

Schouten 2010

M.C. Schouten, 'Loyaal aan het eigen belang', *Ondernemingsrecht* 2010/122, 579–580.

Schouten 2012

M.C. Schouten, *The decoupling of voting and economic ownership* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2012.

LITERATUURLIJST

Schut 1971

G.H.A. Schut, 'Het wonder van Den Haag', in: *Uit het recht. Rechtsgeleerde opstellen aangeboden aan mr. P.J. Verdam*, Deventer: Kluwer 1971, 307–319.

Scott I (1912)

W.R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Vol. I: The General Development of the Joint-Stock System to 1720*, Cambridge: Cambridge University Press 1912.

Scott II (1912)

W.R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Vol. II: Companies for Foreign Trade, Colonization, Fishing and Mining*, Cambridge: Cambridge University Press 1912.

Scott III (1912)

W.R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Vol. III: Water Supply, Postal, Street-Lighting, Manufacturing, Banking, Finance and Insurance Companies. Also Statements Relating to the Crown Finances*, Cambridge: Cambridge University Press 1912.

Sedláček 2012

T. Sedláček, *De economie van goed en kwaad. De zoektocht naar economische zingeving van Gilgamesj tot Wall Street*, Schiedam: Scriptum 2012.

Sen 1977

A.K. Sen, 'Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory', *Philosophy & Public Affairs* 1977, 317–344.

Sen 1987

A.K. Sen, *On Ethics and Economics*, Oxford: Blackwell 1987.

Sen 2009

A.K. Sen, *The Idea of Justice*, Cambridge (MA): The Belknap Press of Harvard University Press 2009.

SER 1969

Advies inzake de herziening van het ondernemingsrecht, Den Haag: Sociaal-Economische Raad 1969.

SER 2008

Advies inzake evenwichtig ondernemingsbestuur, Den Haag: Sociaal-Economische Raad 2008.

Shaw 1887

J. Shaw, *Charters Relating to the East India Company from 1600 to 1771*, Madras: Madras Government Press 1887.

Shiller 2003

R.J. Shiller 2003, 'From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance', *Journal of Economic Perspectives* 2003, 83–104.

Siems 2008

M.M. Siems, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge: Cambridge University Press 2008.

De Sitter 1887

L.U. de Sitter, 'De rechtspersoonlijkheid in het ontwerp tot herziening van het burgerlijk wetboek', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1887, 436–493; 549–570.

Slagter 1974

W.J. Slagter, 'Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval', *TVVS* 1974/11, 289–300.

Slagter 1982

W.J. Slagter, 'OGEM', *TVVS* 1982/2, 45–47 en *TVVS* 1982/5, 132.

Slagter 1988

W.J. Slagter, *Macht en onmacht van de aandeelhouder* (rede Rotterdam), Deventer: Kluwer 1988.

Slagter 2012

W.J. Slagter, 'De metamorfose van de aandeelhouder', *NJB* 2012/1683, 2036–2039.

Slechte 1970

C.H. Slechte, 'De Maatschappij van Assurantie, Disconteering en Beleening der Stad Rotterdam van 1720, bekeken naar haar productiefactoren over de periode 1720–1874,' *Rotterdams Jaarboekje* 1970, 252–310.

Sluyterman 2003

K.E. Sluyterman, *Kerende kansen. Het Nederlandse bedrijfsleven in de twintigste eeuw*, Amsterdam: Boom 2003.

LITERATUURLIJST

Sluyterman & Winkelman 1993

K. Sluyterman & H. Winkelman, 'The Dutch Family Firm Confronted with Chandler's Dynamics of Industrial Capitalism, 1890–1940', *Business History* 1993, 152–183.

Smit 2008

J. Smit, *De Prooi. Blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008.

Smith 1761

A. Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (2nd edition), London: Millar 1761.

Smith III (1784)

A. Smith, *An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations* (3rd edition, with additions), Volume III, London: Strahan 1784.

Smits, Horlings & Van Zanden 2000

J.P. Smits, E. Horlings & J.L. van Zanden, *Dutch GNP and its Components, 1800–1913*, Groningen: 2000 (<http://nationalaccounts.niwi.knaw.nl>).

Van Solinge 1982

A.G. van Solinge, 'De statuten van de NV en de nieuwe bepalingen inzake het kapitaal', *TVVS* 1982/3, 53–58.

Van Solinge 2012

G. van Solinge, 'Zure wijn in nieuwe zakken', in: Meijer, Storm & Timmerman 2012, 147–152.

Somers 2001

J.A. Somers, *De VOC als volkenrechtelijke actor* (diss. Rotterdam), Arnhem: Gouda Quint 2001.

Van Sonsbeek 1839

H. van Sonsbeek, 'Over de wijze van daarstelling van kanalen en wegen of dergelijke ondernemingen, óf onder den vorm eener naamlooze Maatschappij óf onder dien van een zoogenaamd zedelijk ligchaam', *Themis* 1839, 148–164.

Spruit, Feenstra & Bongenaar (red.) 1993–2001

J.E. Spruit, R. Feenstra & K.E.M. Bongenaar (red.), *Corpus Iuris Civilis. Tekst en Vertaling*, Zutphen: Walburg Pers en Den Haag: SDU Juridische en Fiscale Uitgeverij 1993–2001.

Star Busmann 1919

C.W. Star Busmann, 'De autocratische of oligarchische clausule in de statuten van de naamlooze vennootschappen', *Vragen des Tijds* 1919, 31–54.

Steinitzer 1908

E. Steinitzer, *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig: Von Duncker & Humblot 1908.

Steins Bisschop & Wiersma 2002

B.T.M. Steins Bisschop & C.T. Wiersma, 'De moderne NV als Compagnie', in: L. Blussé en I. Ooms, *Kennis en Compagnie. De Verenigde Oost-Indische Compagnie en de moderne Wetenschap*, Amsterdam: Balans 2002, 37–54.

Stevens 1886

H. Stevens, *The Dawn of British Trade to the East Indies as Recorded in the Court Minutes of the East India Company 1599–1603*, London: H. Stevens and Son 1886.

Stout 2012

L. Stout, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco: Berret-Koehler 2012.

Strik 2007

D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play. Over preventie van Aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2007/72, 230–237.

Streik 2009

D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor falend risicomanagement', in: *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse* (preadvies Vereniging "Handelsrecht"), Deventer: Kluwer 2009.

Strine 2006

L.S. Strine, 'Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America', *Harvard Law Review* 2006, 1759–1783.

Tabaksblat 1999

M. Tabaksblat, 'Corporate Governance: een ondernemersvisie', *Ondernemingsrecht* 1999, 43–46.

LITERATUURLIJST

Tegen-vertooch

Tegen-vertooch, *By eenighe Lief-hebbers vande waerheyt ende haer Vaderlandt/ ende insde Participanten vande Oost-Indische Compagnie*, in: Knuttel 1978, nr. 3347.

Tekenbroek 1923

E. Tekenbroek, *De verhouding tusschen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke naamlooze vennootschap in Nederland* (diss. Rotterdam), Delft: Universiteits-Boekencentrale 1923.

Tervoort 2013

A.J.S.M. Tervoort, *Het bestuursverbod bij de commanditaire vennootschap* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2013.

Thorbecke 1846

J.R. Thorbecke, Beschouwing n.a.v. HR 2 januari 1846, W 674, *De Gids* 1846, 533–545.

Timmerman 1978

L. Timmerman, 'De functie van de onderneming', *TVVS* 1978, 73–79.

Timmerman 1983

L. Timmerman, 'De tweede golf; inleidende opmerkingen', *TVVS* 1983, 134–142

Timmerman 1998

L. Timmerman, 'Een oude koe', *TVVS* 1998, 206–207.

Timmerman 2009a

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht' (rede Rotterdam), *Ondernemingsrecht* 2009/2, 4–13.

Timmerman 2009b

L. Timmerman 2009b, 'Vrijheid alleen is niet genoeg, een reactie', *Ondernemingsrecht* 2009/6, 24–27.

Timmerman 2011

L. Timmerman, 'Samenwerking, rechtspersoon en het staart schudt hond-verschijnsel' in: L. Timmerman e.a., *SamenWerken in het Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2011, 1–8.

Timmermans 2012

R.A.F. Timmermans, 'Het agenderingsrecht, preferente beschermingsaandelen en oligarchische clausules,' *Ondernemingsrecht* 2012/121, 657–662.

Tjong Tjin Tai 2007

T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplichten en Zorgethiek* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2007.

Treitschke 1841

G.C. Treitschke, 'Einige Fragen, Actiengesellschaften betreffend', *Zeitschrift für deutsches Recht und deutsche Rechtswissenschaft* 1841, 324–353.

Troplong II (1843)

R.Th. Troplong, *Du contrat de société civile et commerciale* (tome second), Paris: Charles Hingray 1843.

Tweede Nootwendiger Discours

S. van Middelkoop, *Tweede Nootwendiger Discours Ofte Vertooch aan alle Lant-lievende/ van de Participanten der Oost-Indische Compagnie/ tegens Bewinthebbers*, 1622, in: Knuttel 1978, nr. 3350; herdrukt in Knuttel 1978, nr. 3585b.

Uyttenboogaart 1924

D.L. Uyttenboogaart, 'Is een "strengere" wetgeving op de naamloze vennootschappen gewenscht?', in: *preadvies Vereeniging "Handelsrecht"* 1924.

Valkhoff e.a. 1959

J. Valkhoff e.a., *De hervorming van de onderneming. Herziening van het vennootschapsrecht in verband met medezeggenschap in en toezicht op de onderneming* (rapport van de dr. Wiardi Beckman Stichting), Amsterdam: Arbeiderspers 1959.

Van der Ven 1948

J.J.M. van der Ven, 'Sociologische opmerkingen over de onderneming. Medezeggenschap en winstdeling in het licht der institutionele leer', *NV* 26 (1948–1949), 139–143.

Verdam 1940

P.J. Verdam, *Nietigheid van besluiten* (diss. Amsterdam VU), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1940

Verdam e.a. 1965

Herziening van het ondernemingsrecht; rapport van de commissie o.l.v. P.J. Verdam, Den Haag: Staatsuitgeverij 1965.

LITERATUURLIJST

Verdam 1968

P.J. Verdam, 'Ondernemingsrecht in beweging', in: *De vernieuwingen in de ondernemingsvormen*, Deventer: Kluwer 1968, 15–22.

Verdam 1969

P.J. Verdam, 'Het S.E.R. advies over de ondernemingsstructuur, *NV* 47 (1969–1970), 137–146.

Verdam 2003

A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (rede VU), Den Haag: Boom 2003.

Verdam 2004

A.F. Verdam, 'Het toenemend belang van de voorfase voor de aandeelhoudersvergadering. Een goed begin is het halve werk?', *Ondernemingsrecht* 2004/156, 412–418.

Verdam 2007

A.F. Verdam, 'De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning', in: H. Beckman e.a., *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, 43–73.

Verdam 2013

A.F. Verdam, 'Het vennootschappelijk belang: méér dan 'enlightened shareholder value'', *Ondernemingsrecht* 2013/18, 93–101.

Vertooch

Vertooch aen de Ed.Ho.Mo.Heeren Staten Generael/aengaende de tegenwoordige Regeringe van de Bewinthebbers van de Oost-Indische Compangie, ende hoeveel dat den Staedt van't Landt daer aenghelegen is/dat de selve voortae door goede Ordere beter mach geregeert worden, in: Knuttel 1978, nr. 3345.

Visser 1911

L.E. Visser, 'Enkele kantteekeningen op het ontwerp 1910, betreffende de naamlooze vennootschap,' *Rechtsgeleerd Magazijn* 1911, 68–115.

Visser 1926

L.E. Visser, 'De Naamlooze Vennootschap en de wetgever', *Feestuitgave bij WPNR* 1926/2947, 10–12.

Vletter-van Dort 2012

H.M. Vletter-van Dort, 'Informatierechten van de aandeelhoudersvergadering en de individuele aandeelhouder: een update', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers 2012, 209–245.

Voet *Commentarius I* (1737)

Johannes Voet, *Commentarius ad Pandectas I* (D. 1–22), Brussel: Simon Serstevens 1737.

Völlmar 1936

H.F.A. Völlmar, *Het Nederlandsch Handelsrecht I*, Haarlem: H.D. Tjeenk Willink 1936.

Völlmar 1946

H.F.A. Völlmar, *Het Nederlandsch Handelsrecht I*, Haarlem: H.D. Tjeenk Willink 1946.

Voogd 1989

R.P. Voogd 1989, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989.

Voorduin V (1838)

J.C. Voorduin, *Geschiedenis en beginselen der Nederlandsche Wetboeken volgens de beraadslagingen deswege gehouden bij de Tweede Kamer der Staten-Generaal*, (Deel V, Burgerlijk Wetboek; art. 1269–2030), Utrecht: Robert Natan 1838.

Voorduin VIII (1840)

J.C. Voorduin, *Geschiedenis en beginselen der Nederlandsche wetboeken, volgens de beraadslagingen deswege gehouden bij de Tweede Kamer der Staten-Generaal*, (Deel VIII. Wetboek van Koophandel; art. 1–229), Utrecht: Robert Natan 1840.

Van de Voort 1973

J.P. van de Voort, *De Westindische Plantages van 1720 tot 1795. Financiën en Handel* (diss. Nijmegen), Eindhoven: De Witte 1973.

De Vries, Vroom & De Graaf (red.) 1999

J. de Vries, W. Vroom & T. de Graaf (red.), *Wereldwijd bankieren. ABN AMRO 1824–1999*, Amsterdam: ABN AMRO Bank 1999.

LITERATUURLIJST

De Vries & Van der Woude 1997

J. de Vries & A. van der Woude, *The First Modern Economy. Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815*, Cambridge: Cambridge University Press 1997.

De Vries 1976

J. de Vries, *Een eeuw vol effecten. Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876–1976*, Amsterdam: Vereniging voor den Effectenhandel 1976.

Vrij 1923

M.P. Vrij, *Beperking der meerderheidsmacht in vereeniging en vennootschap door rechten der leden* (diss. Amsterdam UvA), Haarlem: Bohn 1923.

Vroom 1959

A.M. Vroom, 'Machtsverhoudingen in naamloze vennootschappen', in: *pre-advies Broederschap der Candidaat-notarissen* 1959.

De Waal 2013

F. de Waal, *De bonobo en de tien geboden. De moraal is ouder dan de mens*, Amsterdam: Atlas Contact 2013.

Waelkens 2008

L. Waelkens, *Civium causa. Handboek Romeins recht*, Leuven: Acco 2008.

Wagenvoort 1961

H. Wagenvoort, *Tontines. Een onderzoek naar de geschiedenis van de lijfrenten bij wijze van tontine en de contracten van overleving in de Republiek der Verenigde Nederlanden* (diss. Utrecht), Utrecht: P. den Boer 1961.

De Wal I (1861)

J. de Wal, *Het Nederlandsche handelsregt. Grondtrekken met verwijzing naar de buitenlandsche wetgevingen en opgave der belangrijkste hulpmiddelen*. Deel I. Koophandel, Leiden: Hazenberg 1861.

Walker 2012

D.I. Walker, 'The law and economics of executive compensation: Theory and evidence', in: Hill & McDonnell 2012, 232–252.

Wang & Zhao 2012

Y. Wang & J. Zhao, *Hedge Funds and Corporate Innovation*, working paper 2012 (www.ssrn.com).

Westrate 1931

C. Westrate, 'De Groote moeilijkheid in het vereenigingsrecht', *WPNR* 1931/3213, 365–368, 378–380.

Witteveen e.a. 1962

H.J. Witteveen e.a., *Open ondernemerschap. De groei van de onderneming en het vennootschapsrecht* (geschriften van de Prof.mr. B.M. Teldersstichting), Den Haag: Martinus Nijhoff 1962.

Wijckerheld Bisdom 1974

C.R.C. Wijckerheld Bisdom, 'Bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders bij het doen van biedingen op aandelen', *NV* 52 (1974), 131–135.

Wildenberg & Zwetsloot 1994

I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (red.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994.

Willems 2000

J.H.M. Willems, 'De enquêteprocedure: een efficiënte dienstmaagd' in: A.F.J. A. Leijten e.a., *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000, 29–46.

Willems 2010

J.H.M. Willems, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland: Troje revisited', in: M.A.B. Chao-Duivis, C.E.C. Jansen, J.B.M. Vranken, *Alleen samen* (Van den Berg-bundel), Instituut voor Bouwrecht 2010, 401–414.

Winter 2007

J.W. Winter, 'Level Playing Fields Forever', in: H. Beckman e.a., *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007.

Winter 2011a

J.W. Winter, 'Aandeelhouder engagement en stewardship', in: L. Timmerman e. a., *SamenWerken in het Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2011.

Winter 2011b

J.W. Winter, *Corporate Governance Going Astray. Executive Remuneration Built to Fail*, working paper 2011 (www.ssrn.com).

LITERATUURLIJST

Wintle 2000

M. Wintle, *An Economic and Social History of the Netherlands, 1800–1920. Demographic, Economic and Social Transition*, Cambridge: Cambridge University Press 2000.

Wolff 1750

Chr. Wolff, *Institutiones iuris naturae et gentium*, Halle Magdeburg 1750.

Wong 2013

S.C.Y. Wong, *Rethinking “One Share, One Vote”*, working paper 2013 (www.ssrn.com).

Van Zanden & Van Riel 2004

J.L. van Zanden & A. van Riel, *The Strictures of Inheritance. The Dutch economy in the nineteenth century*, Princeton: Princeton University Press 2004.

Xu & Li 2010

J. Xu & Y. Li, *Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting*, working paper 2010 (www.ssrn.com).

Zeylemaker 1945–1946

Jb. Zeylemaker, ‘Verleden, heden en toekomst van de naamloze vennootschap,’ *RM Themis* 1945–1946, 581–665.

Zeylemaker 1972

Jb. Zeylemaker, ‘Rechtspersonen en ondernemingsrecht’, *WPNR* 1972/5158, 41–44; 1972/5159, 53–58.

Zimmermann 1996

R. Zimmerman, *The Law of Obligations. Roman Foundations of the Civilian Tradition*, Boston/Deventer: Kluwer 1996.

Van Zwet 2009

H. van Zwet, *Lofwaardighe dijkagies en miserabele polders. Een financiële analyse van landaanwinningsprojecten in Hollands Noorderkwartier, 1597–1643* (diss. Amsterdam UvA), Hilversum: Verloren 2009.

Trefwoordenregister

De verwijzingen achter de trefwoorden verwijzen naar nummers. Cursieve nummers verwijzen naar nummers waarin het desbetreffende trefwoord uitvoerig wordt besproken.

Aandeelhoudersabsenteïsme	Zie: <i>free riding</i>
Aandeelhoudersactivisme	11, 55–63, 74, 176, 188, 191, 192, 195–198, 201, 203, 209–212, 213, 214
Aandeelhoudersbelang	13, 54, 74, 135, 138, 143, 154, 158, 170, 177, 178, 182, 184, 186, 188–191, 195, 201, 205, 206, 208, 225
Aandeelhouderswaarde	176, 177, 181, –183, 185, 188, 189, 192, 193, 205–208, 210
Aandelenbezit, geconcentreerd	8, 117, 119, 120, 122, 129, 141, 170, 183, 190, 191, 209, 214
Aandelenbezit, gespreid	8, 11, 97, 117, 119, 120, 168, 169, 177, 182, 183, 190, 191, 202, 214,
Actiëncompagnie	1, 14–16, 20, 22, 25, 27–29, 43, 46, 48, 49, 62, 72, 77, 82, 83, 85–88, 90, 92, 98, 222, 223
<i>Acting in concert</i>	201
<i>Actio exercitoria</i>	18, 22, 24, 49
<i>Actio institoria</i>	18, 19, 22, 49
<i>Actio pro socio</i>	17, 33, 113
Activisme	Zie: aandeelhoudersactivisme
Admiraliteit	41, 42, 48, 57, 64, 65, 221
<i>ADHGB</i>	Zie: <i>Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch</i>
<i>Agency</i> -kosten	7–9, 177–179, 182–186, 197, 199, 202, 225
<i>Agency</i> -theorie	7, 15, 129, 176–180, 182–184, 186, 187, 190, 192, 202, 206, 225, 226
Agenderingsrecht	185, 193, 194, 198, 203, 208, 218, 225, 227
<i>Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch</i>	105–107, 112, 113
Autonomiebeginsel	216–219
<i>Availability heuristic</i>	Zie: beschikbaarheidsheuristiek

TREFWOORDENREGISTER

Belangenpluralisme	13, 15, 62, 139, 141, 143, 144, 165, 166, 171, 177, 182, 187, 189, 191, 192, 205–208, 224
Beperkte aansprakelijkheid	1, 3, 20, 21, 24, 27, 39, 40, 72, 82, 87, 99, 110, 206, 218
Beperkte rationaliteit	180
Beschermingsaandelen	15, 134, 171–175, 190, 195, 196, 208, 214, 217, 218, 224
Beschermingsconstructie	
Beschermingsprefs	Zie: beschermingsaandelen
Beschikbaarheidsheuristiek	180
Bestuursautonomie	2, 5, 14, 75, 112, 135, 136, 143, 144, 147–150, 165, 170, 185, 186, 194–198, 201, 202, 204, 206–208, 211, 212, 219, 224, 225
Bewindhebber	1, 18, 24–28, 43, 47–50, 52–61, 63–65, 67, 69–75, 82, 85, 88, 92, 99, 152, 222
Billijkheidsbeginsel	216–219
<i>Bounded rationality</i>	Zie: beperkte rationaliteit
<i>Capital lock in</i>	2, 5, 54, 75, 177, 210
CdC	Zie: <i>Code de Commerce</i>
CIO	Zie: <i>Compagnie d'Indes Orientales</i>
<i>Code de Commerce</i>	15, 89–92, 94–98, 105, 111, 112, 114, 115, 120, 112, 201, 223
Code Frijns	193, 198, 199, 203, 205, 206, 218
Code Tabaksblat	193, 194, 199, 203
<i>Collective action problems</i>	Zie: coördinatieproblemen
<i>Collegium</i>	27, 30, 34–37, 65
<i>Commenda</i>	20–22, 25, 27, 39
<i>Commendatarius</i>	Zie: <i>tractator</i>
<i>Commendator</i>	20–22, 25
Commissie-Verdam	136, 158, 160, 161, 162
<i>Compagnie d'Indes Orientales</i>	70, 71, 72, 75, 79, 90
<i>Compagnie privilégiée</i>	90, 91
Convocatierecht	198, 208, 225
<i>Coördinatieproblemen</i>	5, 8, 10, 119, 124, 168, 170, 182, 183, 185, 191, 200, 201, 208
<i>Corporation</i>	14, 29, 34, 38–40, 45, 54, 65, 66, 75, 88, 92, 113, 140, 142, 143, 152, 17, 182, 186
<i>Corpus habere</i>	31, 33, 34
<i>Corpus morale</i>	Zie: zedelijk lichaam

TREFWOORDENREGISTER

Degressief stemrecht	Zie: stemplafond
Doleanten	Zie: dolerende participanten
Dolerende participanten	55–62, 63, 64, 74, 109, 152, 208
<i>East India Company</i>	14, 27, 28, 39, 40, 47, 48, 50, 52, 54, 65–72, 75, 77, 79, 80, 87, 92, 221
<i>Efficient Capital Market Hypothesis</i>	Zie: efficiënte markthypothese
Efficiënte markthypothese	178, 180, 181, 183, 202, 209, 225
<i>EIC</i>	Zie: <i>East India Company</i>
<i>Empty voting</i>	15, 110, 119, 139, 178, 183, 191, 197
<i>Enlightened shareholder value</i>	13, 141, 189, 204, 205, 225
<i>Entity shielding</i>	1, 2, 6, 87
Evenredigheidsbeginsel	15, 121, 151, 190, 204, 205, 207, 214, 216–218
<i>Exit</i>	10, 11, 27, 44, 54, 55, 67, 69, 71, 74, 75, 95, 110, 128, 192, 207, 208–210, 212–215, 218, 222, 226
Externaliteiten	110, 182, 188, 189, 206, 207, 210, 211, 218, 225
Externe kosten	Zie: externaliteiten
Factorijvennootschap	22, 23, 24
<i>Firm-specific investments</i>	2, 5, 183, 188, 194, 210, 214
Flitshandel	200, 209
<i>Focusing illusion</i>	184, 211
<i>Free riding</i>	8, 9, 10, 11, 200, 213, 214, 217
Gelijkheidsbeginsel	92, 172, 201, 207, 212, 213, 215, 225
Geschiktheidstest	Zie: evenredigheidsbeginsel
Gilde	30, 34, 36, 38, 39, 41, 65, 75, 152, 221
Handeling voor gemeene rekening	90, 152
<i>High frequency trading</i>	Zie: flitshandel
<i>Homo economicus</i>	87, 129, 178, 179, 180, 183, 184, 188, 225
<i>Imperfect knowledge economics</i>	181
Informatie-asymmetrie	5, 7, 8, 20, 124, 134, 209
Institutionalisering van de NV	135, 138, 146–156
Institutionalisering van de onderneming	136, 138, 157–169
Institutionele leer	101, 120, 135, 144, 146, 151–154, 205, 223, 224
Internetluchtbel	12, 180, 184, 185, 193
Instructierecht	14, 44, 117, 131, 149, 185, 194, 208
<i>Joint stock company</i>	14, 29, 39, 40, 44–46, 65, 66, 75, 77, 87, 103, 221
Jurisdictie	36–38, 41, 42, 44, 48, 65
<i>Kollektivrecht</i>	121

TREFWOORDENREGISTER

Koninklijke bewilliging	Zie: preventief toezicht bij oprichting
Kortetermijngedrag	12, 15, 87, 124, 177, 180, 204, 209–215, 216, 218, 219, 225
Kredietcrisis	12, 109, 124, 181, 182, 185, 188, 191, 189, 199, 203, 206, 209, 210, 225
Lastgeving	20, 92, 99, 107, 112, 115, 117, 147, 148, 170
Lidmaatschapsverhouding	6, 14, 125, 152
<i>Long tail risk</i>	181
<i>Loss aversion</i>	Zie: verliesaversie
Loyaliteitsdividend	213–215, 219
Loyaliteitsstemrecht	213–215, 219, 225
<i>Maior et sanior pars</i>	37
<i>Market for corporate control</i>	55, 172, 183, 185, 190, 202, 225
Meerderheidsbeginsel	14, 16, 32, 37, 45, 65, 101, 106, 112, 114, 115, 120–122, 132, 152, 154, 221, 223
<i>Myopia</i>	Zie: kortetermijngedrag
<i>Nexus of contracts</i>	124, 177, 187
Noodzakelijkheidstest	Zie: subsidiariteitsbeginsel
Ontwerp Donner	133, 147
Ontwerp Heemskerk	119, 132, 133, 147
Ontwerp Jolles	103, 106, 107, 108, 115, 119, 122, 152, Bijlage 3
Ontwerp Kist	63, 105, 107, 110, 119, 122, 130, 131, Bijlage IV
Ontwerp Nelissen	107, 131, 132, 133, 147
Octrooi 1602	47–51, 53, 55–58, 60, 222
Octrooi 1623	60, 61
Oligarchie	5, 15, 27, 43, 44, 62, 71, 74, 83, 87, 88, 95–97, 105, 110, 119, 122, 123, 125, 127–129, 131–134, 134, 149, 150, 159, 160, 168, 175, 190, 208, 223, 224
Oligarchische clause	122, 123, 125, 127–129, 132–133, 149, 150, 168, 170, 175, 190, 208, 224
Overdraagbaarheid van aandelen	1, 3, 4, 10, 22, 44, 72, 83, 87, 90, 113, 124, 227
Partenrederij	23, 24, 27, 28, 63,
Participanten	5, 15, 25, 27, 28, 43, 46–64, 69–74, 76, 82, 83, 87, 88, 92, 109, 208, 209, 222, 226
<i>Persona ficta</i>	35, 37, 49

TREFWOORDENREGISTER

<i>Persona repraesentata</i>	Zie: <i>persona ficta</i>
<i>Persona moralis</i>	Zie: zedelijk lichaam
Pincoffs-affaire	101, 108, 109, 110, 122, 123, 129, 223
Pluralisme	Zie: belangenpluralisme
Plutocratisch stemrecht	Zie: proportioneel stemrecht
Preventief toezicht bij oprichting	91, 94, 96–98, 100, 103, 105, 106, 114, 115, 119, 122, 127, 130, 182, 223, 224,
Proportioneel stemrecht	69, 83, 88, 92, 97, 99, 100, 103, 105, 106, 131, 132, 214
Proportionaliteitsbeginsel	Zie: evenredigheidsbeginsel
<i>Prospect theory</i>	180
<i>Proxy solicitation</i>	185
<i>Proxy voting</i>	Zie: stemmen op afstand
Rationaliteit	178, 179, 180
<i>Rational irrationality</i>	124, 181, 209
Rationele apathie	8
Rechtspersoon	Zie: rechtspersoonlijkheid
Rechtspersoonlijkheid	1, 14, 16, 29, 31, 35, 40, 48, 63, 70, 72, 84–86, 88, 101, 110, 111–116, 120–122, 125, 133, 143–154, 160, 177, 182, 187, 202, 206, 218, 221, 223, 225
<i>Regulated company</i>	38, 39, 65, 66, 75, 221
<i>Residual claim</i>	13, 177, 178, 181, 187–189
Sendeve	Zie: factorijvennootschap
<i>Separation of ownership and control</i>	Zie: scheiding van belang en zeggenschap
Scheiding van belang en zeggenschap	8, 9, 109, 110, 125, 139, 140, 142, 143, 145
Scheiding van kapitaal en leiding	1, 5, 7, 8, 10, 14, 87
<i>Shareholder value</i>	Zie: aandeelhouderswaarde
<i>Short-termism</i>	Zie: kortetermijngedrag
<i>Societas</i>	14, 15, 16–23, 32, 33, 45, 48, 72, 83, 85, 111–113, 115, 186, 204, 205, 208, 219, 221, 222–224
<i>Societas publicanorum</i>	33, 45
<i>Societas vectigalium</i>	Zie: <i>societas publicanorum</i>
<i>Societas per viam accomanditae</i>	21, 22
<i>Société par actions</i>	Zie: <i>société anonyme</i>
<i>Société anonyme</i>	89–91, 98, 120, 144, 111, 122, 144, 158, 223
<i>Sonderrecht</i>	112, 120–122, 126, 151

TREFWOORDENREGISTER

<i>South Sea Bubble</i>	15, 78
Stemplafond	85, 97–100, 122, 129, 131, 133
Stemmen op afstand	191, 193, 194, 199, 225
<i>Stewardship code</i>	199, 203, 212
Structuurregeling	15, 136, 138, 157, 159, 162–164, 168–170, 175, 194, 196, 202, 224–225
Structuurregime	Zie: structuurregeling
Structuurvennootschap	Zie: structuurregeling
Subsidiariteitsbeginsel	207, 218
Tegenstrijdig belang	8, 46, 57, 61–64, 107, 124, 131, 151, 184, 197, 208, 218
<i>Unincorporated company</i>	40, 77, 78, 88
<i>Universitas</i>	14–16, 29–45, 48, 49, 64, 65, 70, 72, 73, 75, 76, 82, 85–88, 90, 101, 112–115, 122, 143, 144, 152, 186, 204, 205, 208, 209, 216, 219–225
Vennootschappelijk belang	13, 14, 62, 113, 131, 135, 136, 144–146, 151, 152, 154, 156, 161, 165, 168, 171, 173, 174, 178, 180, 184, 188, 191, 192, 194–196, 201, 204, 205, 207–209, 211–213, 216–219, 223–225
Autonome leer	144, 154, 205
Resultante-leer	144, 152, 154, 165, 205
Vennootschapsbelang	Zie: vennootschappelijk belang
Vennootschapsorde	29, 101, 135, 136, 141, 145, 150–152, 155, 156, 170, 199, 217, 224
Verliesaversie	180, 183
<i>Voice</i>	10, 11, 55, 95, 110, 128, 208, 210, 213, 214, 226
VOC	1, 5, 10, 11, 14, 15, 21, 25–28, 30, 34, 36, 38, 42, 43, 46–88, 92–95, 98, 99, 104, 108–110, 120, 126, 152, 174, 179, 198, 208, 217, 221, 222, 226–227
Voorcompagnieën	21, 25–28, 47, 51, 53, 55, 65, 67, 70, 75, 99, 222
Wederlegginge	Zie: factorijvennootschap
WIC	15, 36, 42–44, 46, 48–50, 55, 58–60, 63, 64, 70–77, 80–82, 85–88, 93, 98, 221, 222, 226, 227
Zedelijk lichaam	85, 11, 114, 115, 111, 112, 120, 121, 152, 223

Jurisprudentieregister

De verwijzingen achter de uitspraken verwijzen naar nummers. Cursieve nummers verwijzen naar nummers waarin de desbetreffende uitspraak uitvoerig wordt besproken.

Hof van Justitie van de Europese Unie

HvJEU 15 oktober 2009, *NJ* 2010, 81 m.nt. MRM (*Audiolux*) 212, 216

Hoge Raad

HR 10 maart 1843, *W375 (NHM I)* 120
HR 2 januari 1846, *W674 (Hervormde Kerk)* 114
HR 30 juni 1846, *W723 (NHM II)* 120, 122, 222
HR 31 maart 1876, *W3980 (Oost-Indische Mij van Administratie en Lijfrente)* 117
HR 27 mei 1898, *W7128 (Concordia)* 116
HR 18 januari 1901, *W7553, MvH XIII (1901), 40 e.v. (De Hoop)* 1, 116, 117, 151
HR 29 december 1922, *W11004 (Oude Zwolsche)* 151
HR 29 november 1923, *NJ* 1924, 129, *W11147* m.nt. Mff (*Zeeuwse Kunstmestfabriek*) 132, 151, 152
HR 18 november 1926, *NJ* 1927, 283 m.nt. EMM, *W11594 (Stroocartonfabriek)* 151
HR 2 december 1926, *NJ* 1927, 102 m.nt. EMM (*Westerwolde*) 151, 152
HR 3 november 1927, *NJ* 1929, 900 m.nt. EMM (*Union II*) 151
HR 15 juni 1928, *NJ* 1928, 1626 m.nt. PS, *W11856 (Westland/Van Kuyk)* 151
HR 17 mei 1940, *NJ* 1940, 968 m.nt. PS (*Onderlinge Hagelverzekering Mij*) 151
HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/De Koedoe I*) 151, 208
HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (*Wennex*) 151, 178, 196, 197, 215
HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 m.nt. PhANH (*Doetinchemse IJzergieterij*) 151
HR 20 december 1946, *NJ* 1947, 59 m.nt. EMM (*Erven Kessels*) 151, 207
HR 9 mei 1952, *NJ* 1953, 563 m.nt. PhANH (*Huurgenot*) 151, 207

JURISPRUDENTIEREGISTER

HR 15 november 1957, <i>NJ</i> 1958, 67 m.nt. LEHR (<i>Baris/Riezenkamp</i>)	151, 207
HR 13 november 1959, <i>NJ</i> 1960, 472 (<i>Distilleerderij Melchers</i>)	178, 196, 197, 215
HR 19 februari 1960, <i>NJ</i> 1960, 473 (<i>Aurora</i>)	178, 196, 197, 215
HR 4 januari 1963, <i>NJ</i> 1964, 434 m.nt. GJS (<i>Scholten's Aardappelmeelfabrieken</i>)	151, 174
HR 30 oktober 1964, <i>NJ</i> 1965, 107 m.nt. GJS, <i>AAe</i> 1965, 63 m.nt <i>G</i> , <i>NV</i> 42 (1964–165) m.nt. Ma (<i>Mante</i>)	135, 155, 218
HR 15 juli 1968, <i>NJ</i> 1969, 101 m.nt. GJS (<i>Wijsmuller</i>)	199
HR 7 juli 1982, <i>NJ</i> 1983, 35 m.nt. Ma (<i>Enka</i>)	171
HR 26 oktober 1984, <i>NJ</i> 1985, 375 m.nt. Ma (<i>Sjardin</i>)	208
HR 6 oktober 1989, <i>NJ</i> 1990, 286 m.nt. Ma (<i>Beklamel</i>)	206
HR 10 januari 1990, <i>NJ</i> 1990, 466, m.nt. Ma (<i>OGEM</i>)	208
HR 9 juli 1990, <i>NJ</i> 1991, 51 m.nt. Ma (<i>Sluis</i>)	218
HR 4 december 1992, <i>NJ</i> 1993, 271, m.nt. Ma (<i>Meijers/Mast</i>)	194, 208
HR 31 december 1993, <i>NJ</i> 1994, 436 m.nt. Ma (<i>Verenigde Bootlieden</i>)	212
HR 27 september 2000, <i>NJ</i> 2000, 653 (<i>Gucci</i>)	195
HR 21 december 2001, <i>NJ</i> 2005, 96 m.nt. SCJJK (<i>Sobi/Hurks</i>)	194, 208
HR 1 maart 2002, <i>NJ</i> 2002, 296 m.nt. Ma (<i>Zwagerman</i>)	207, 218
HR 21 februari 2003, <i>NJ</i> 2003, 182 m.nt. Ma, <i>JOR</i> 2003, 56 m.nt. Nieuwe Weme (<i>HBG</i>)	195, 205
HR 18 april 2003, <i>NJ</i> 2003, 286 m.nt. Ma, <i>JOR</i> 2003, 110 m.nt. Blanco Fernández (<i>RNA</i>)	127, 190, 195, 205, 208, 218
HR 30 juni 2006, <i>NJ</i> 2006, 363 (<i>Mellon c.s./Unilever</i>)	121
HR 8 december 2006, <i>NJ</i> 2006, 659 (<i>Ontvanger/Roelofsen</i>)	206
HR 13 juli 2007, <i>NJ</i> 2007, 434 m.nt. Ma, <i>JOR</i> 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (<i>ABN AMRO</i>)	193, 194, 195, 196, 198, 205, 208
HR 14 september 2007, <i>NJ</i> 2007, 610 (<i>Versatel I</i>)	218
HR 14 september 2007, <i>NJ</i> 2007, 612 m.nt. Ma (<i>Versatel III</i>)	218
HR 10 november 2007, <i>NJ</i> 2007, 561 m.nt. HJS (<i>Groenselect</i>)	153, 198
HR 14 december 2007, <i>NJ</i> 2008, 105 m.nt. Ma; <i>JOR</i> 2008, 11 m.nt. Doorman (<i>DSM</i>)	198, 213, 215
HR 26 juni 2009, <i>NJ</i> 2009, 418 m.nt. PvS (<i>Eurocommerce</i>)	206
HR 16 april 2010, <i>JOR</i> 2010, 223 (<i>AHAM I</i>) m.nt. Winters & Stegerhoek	208
HR 25 juni 2010, <i>NJ</i> 2010, 373 (<i>BMA</i>)	205

JURISPRUDENTIEREGISTER

HR 25 juni 2010, <i>NJ</i> 2010, 370 (<i>e-Traction I</i>)	205
HR 9 juli 2010, <i>NJ</i> 2010, 544 m.nt. PvS, <i>JOR</i> 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (<i>ASMI I</i>)	5, 11, 151, 193, 195, 196, 198, 201, 205, 206, 208, 210, 218
HR 26 oktober 2010, <i>NJ</i> 2011, 55 m.nt. PvS (<i>Silver Lining</i>)	153, 198
HR 25 februari 2011, <i>NJ</i> 2011, 335 m.nt. PvS (<i>Marigot</i>)	218
HR 27 mei 2011, <i>NJ</i> 2011, 336 (<i>Marigot</i>)	218
HR 23 maart 2012, <i>NJ</i> 2012, 393 m.nt. PvS (<i>e-Traction II</i>)	196
HR 30 maart 2012, <i>NJ</i> 2012, 423 m.nt. PvS (<i>ASMI II</i>)	199
HR 12 juli 2013, <i>RvdW</i> 2013, 933 (<i>VEB c.s./KLM</i>)	205, 207, 218

Ondernemingskamer

OK 26 november 1987, <i>NJ</i> 1989, 271 m.nt. Ma (<i>IKON</i>)	217
OK 3 maart 1999, <i>NJ</i> 1999, 350 (<i>Gucci</i>)	218
OK 11 maart 1999, <i>NJ</i> 1999, 351, <i>JOR</i> 1999, 89 (<i>Breevast</i>)	218
OK 21 januari 2002, <i>JOR</i> 2002, 28 m.nt. Brink (<i>HBG</i>)	195
OK 22 maart 2002, <i>JOR</i> 2002, 82 m.nt. I (<i>RNA</i>)	194
OK 13 maart 2003, <i>NJ</i> 2003, 248, <i>JOR</i> 2003, 85 (<i>Corus</i>)	169, 194, 218
OK 15 maart 2005, <i>JOR</i> 2005, 88 (<i>EMBA</i>)	218
OK 17 januari 2007, <i>JOR</i> 2007, 42 m.nt. Blanco Fernández (<i>Stork</i>)	195, 196, 218
OK 28 maart 2007, <i>JOR</i> 2007, 118 m.nt. Brink (<i>DSM</i>)	213
OK 4 mei 2007, <i>JOR</i> 2007, 143 m.nt. Nieuwe Weme (<i>ABN AMRO</i>)	195
OK 20 december 2007, <i>JOR</i> 2008, 36 m.nt. Van der Korst (<i>Shell</i>)	218
OK 6 mei 2008, <i>ARO</i> 2008, 88 (<i>Part-Energy/Wilmont</i>)	218
OK 31 december 2009, <i>JOR</i> 2010, 60 m.nt. Doorman (<i>Marigot</i>)	218
OK 27 mei 2010, <i>JOR</i> 2010, 189 m.nt. Stevens (<i>PCM</i>)	206, 207, 218
OK 29 juni 2010, <i>ARO</i> 2010, 104 (<i>Poststate Beheer</i>)	218
OK 14 april 2011, <i>JOR</i> 2011, 179 m.nt. Hermans (<i>ASMI</i>)	196
OK 6 juni 2011, <i>JOR</i> 2011, 282 m.nt. Blanco Fernández (<i>JeeZet</i>)	218
OK 28 juni 2011, <i>ARO</i> 2011/107 (<i>Waterspreng</i>)	218
OK 5 april 2012, <i>JOR</i> 2013, 41 m.nt. Bulten (<i>Fortis</i>)	206
OK 28 maart 2013, <i>JOR</i> 2013, 171 m.nt. Josephus Jitta (<i>AAA Groep</i>)	207, 218
OK 6 september 2013, <i>JOR</i> 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (<i>Cryo-Save</i>)	198, 208, 212, 217, 218

JURISPRUDENTIEREGISTER

Gerechtshoven

Hof Noord-Holland 5 september 1840, <i>W121 (NHM)</i>	120
Hof Noord-Holland 24 maart 1845, <i>W585 (NHM)</i>	120
Hof Amsterdam 12 januari 1900, <i>MvH XII (1900)</i> , 227 e.v. (<i>De Hoop</i>)	116
Hof Arnhem 24 april 1917, <i>MvH 28 (1915–1917)</i> , 124 (<i>Berg en Dal</i>)	151
Hof Amsterdam 1 april 1971, <i>NJ 1972</i> , 428 (<i>Immofarm/Reiss</i>)	174
Hof 's-Gravenhage 15 april 1971, <i>NJ 1971</i> , 301 (<i>Vredestein</i>)	174
Hof Amsterdam 30 maart 1973, <i>NJ 1975</i> , 7 (<i>Westertoren I</i>)	174
Hof Amsterdam 15 november 1973, <i>NJ 1975</i> , 8 m.nt. BW (<i>Westertoren II</i>)	174
Hof 's-Gravenhage 1 oktober 1982, <i>NJ 1983</i> , 393 (<i>Van Rees/Smits</i>)	218

Rechtbanken

Rb. Amsterdam 29 november 1841, <i>W246 (NHM)</i>	120, 151
Rb Arnhem 22 september 1967, <i>NV 45 (1967)</i> , 125 m.nt. G (<i>Veenendaalsche</i>)	174
Pres. Rb. 's-Gravenhage 1 augustus 1983, <i>KG 1983</i> , 307 (<i>PGGM/Wereldhave</i>)	174
Rb. Den Haag 19 oktober 1984, <i>WPNR 1984/5748</i> (<i>PGGM/Wereldhave</i>)	174
Rb Amsterdam 6 februari 2002, <i>JOR 2002</i> , 61 (<i>Vendex KBB</i>)	218
Rb. Leeuwarden 25 augustus 2010, <i>RON 2010</i> , 75 (<i>Gjaltema/ABS</i>)	218
Rb. Amsterdam 11 maart 2011, <i>JOR 2011</i> , 141 m.nt. Grapperhaus (<i>Organon</i>)	169, 194
Pres. Rb. Amsterdam 18 maart 1974, <i>TVVS 1974</i> , 331 m.nt. Slagter (<i>KNSM/Jessel</i>)	174
Pres. Rb. 's-Gravenhage 17 mei 1988, <i>KG 1988</i> , 250 (<i>Mook/Mulder Boskoop</i>)	174

Bijlage I. De *société anonyme* in de *Code de Commerce* (1807)

Livre 1. Du Commerce en général

Titre III. Des sociétés

Section I^{re}. Des diverses Sociétés, et de leurs règles

18. Le contrat de société se règle par le droit civil, par les lois particulières au commerce, et par les conventions des parties.
19. La loi reconnaît trois espèces de sociétés commerciales:
La société en nom collectif
La société en commandite,
La société anonyme.
(...)
29. La *société anonyme* n'existe point sous un nom social: elle n'est désignée par le nom d'aucun des associés.
30. Elle est qualifiée par la désignation de l'objet de son entreprise.
31. Elle est administrée par des mandataires à temps, révocables, associés ou non associés, salariés ou gratuits.
32. Les administrateurs ne sont responsables que de l'exécution du mandat qu'ils ont reçu. Ils ne contractent, à raison de leur gestion, aucune obligation personnelle ni solidaire relativement aux engagements de la société.
33. Les associés ne sont passibles que de la perte du montant de leur intérêt dans la société.
34. Le capital de la société anonyme se divise en actions et même en coupons d'action d'une valeur égale.
35. L'action peut être établie sous la forme d'un titre au porteur. Dans ce cas, la cession s'opère par la tradition du titre.
36. La propriété des actions peut être établie par une inscription sur les registres de la société. Dans ce cas, la cession s'opère par une déclaration de transfert inscrite sur les registres, et signée de celui qui fait le transport ou d'un fondé de pouvoir.
37. La société anonyme ne peut exister qu'avec l'autorisation du Gouvernement, et avec son approbation pour l'acte qui la constitue; cette approbation doit être donnée dans la forme prescrite pour les règlements d'administration publique.

BIJLAGE I. DE *SOCIÉTÉ ANONYME* IN DE *CODE DE COMMERCE* (1807)

- 38. Le capital des sociétés en commandite pourra être aussi divisé en actions, sans aucune autre dérogation aux règles établies pour ce genre de société.
(...)
- 40. Les sociétés anonymes ne peuvent être formées que par des actes publics.

Art. 41–45 hebben betrekking op publicatievereisten van de SA; art. 46 op de voortzetting na verloop van de termijn gedurende welke de SA is opgericht.

Bijlage II. De NV in het Wetboek van Koophandel (1838)

14. De wet erkent drie soorten van vennootschappen van koophandel:
De vennootschap onder eene firma;
De vennootschap bij wijze van geldschieting, anders compagnieschap en commandite genaamd; De naamlooze vennootschap.
15. De verbindtenissen van vennootschappen van koophandel worden geregeerd door de overeenkomsten der partijen, door de bijzondere wetten van den koophandel, en door het burgerlijk recht.
(...)
36. De naamlooze vennootschap heeft geene firma, noch draagt den naam van een' of meer der vennoten, maar zij ontleent hare benaming alleen van het voorwerp harer handelsonderneming.
Alvorens dezelve tot stand kan worden gebragt, moet de akte harer oprigting, of een ontwerp daarvan, aan den Koning worden ingezonden, ten einde daarop Zijne bewilliging te erlangen.
37. Indien de vennootschap niet strijdt met de goede zeden of de openbare orde, en de akte geene bepalingen bevat tegen al hetgeen bij art. 38 tot en met art. 55 is voorgeschreven, wordt de koninklijke bewilliging verleend. Bij weigering der koninklijke bewilliging, wordt de reden daarvan aan de verzoekers, tot hun narigt, medegedeeld.
Geene, door den Koning bewilligde, naamlooze vennootschap, wordt door Hem ontbonden, ter zake dat de bestuurders aan de bepalingen en voorwaarden der akte niet hebben voldaan.
38. De akte van vennootschap moet notarieel worden verleden, op straffe van nietigheid.
De vennoten zijn verplicht de akte, in haar geheel, mitsgaders de koninklijke bewilliging te doen inschrijven, en dezelve openbaar te maken door middel van het officieel dagblad, welk laatste kosteloos geschiedt.
Daarenboven moet door hen in de nieuwspapieren, in het slot van art. 28 vermeld, eene aankondiging worden gedaan, houdende berigt van het bestaan der naamlooze vennootschap, met aanduiding van de dagteekening en het nummer van het officieel dagblad, in hetwelk de akte is geplaatst. Al het bovenstaande geldt ten aanzien van veranderingen in de voorwaarden, of bij verlenging der vennootschap.
39. Zoo lang de bij het vorige artikel vermelde inschrijving en bekendmaking niet hebben plaats gehad, zijn de bestuurders, voor hunne handelingen, persoonlijk en elk voor het geheel, aan derden verbonden.

40. Het kapitaal der vennootschap wordt verdeeld in actien of aandeelen op naam of in blanco.
De vennoten of houders dier actien of aandeelen zijn niet verder aansprakelijk dan voor het volle beloop derzelve.
41. Geene actien of aandeelen kunnen in blanco worden uitgegeven, zoo lang derzelve volle bedrag niet in de kas der vennootschap is gestort.
42. Bij de akte wordt bepaald op welke wijze de overdragt geschiedt van actien of aandeelen, op naam staande; zij kan plaats hebben, door eene verklaring van den vennoot en den verkrijger aan de bestuurders beteekend, of door eene gelijke verklaring, in de boeken der vennootschap ingeschreven en door of van wege beiden geteekend.
43. Indien het vol bedrag van zoodanige actie of aandeel niet is gestort, blijft de oorspronkelijke vennoot, of diens erven of regthebbenden, tot de storting van het verschuldigde, aan de vennootschap verbonden, ten ware de bestuurders, en de commissarissen, zoo die bestaan, zich uitdrukkelijk met den nieuwen verkrijger hadden tevreden gesteld, en eerstgemelde van alle verantwoordelijkheid ontslagen.
44. De vennootschap wordt beheerd door daartoe, door de vennoten, aange-stelde bestuurders, deelgenooten of anderen, al dan niet loontrekkende, met of zonder toezigt van commissarissen.
De bestuurders mogen niet onherroepelijk worden aangesteld.
45. De bestuurders zijn niet verder verantwoordelijk, dan ter zake van de behoorlijke uitvoering van den aan hen opgedragen last; zij zijn, uit kracht der verbindtenissen van de vennootschap, aan derden niet persoonlijk verbonden.
Indien zij echter eene of andere der bepalingen van de akte of van de nadere veranderingen in de voorwaarden overtreden, zijn zij jegens derden ieder hoofdelijk en voor het geheel aansprakelijk, voor de schade, welke die derden daardoor hebben geleden.
46. De naamlooze vennootschap moet voor eenen bepaalden tijd worden aangegaan, behoudens derzelve verlenging, telken reize, na het verloopen van dien tijd.
47. Zoodra het aan de bestuurders is gebleken, dat het maatschappelijk kapitaal een verlies van vijftig ten honderd heeft ondergaan, zijn dezelve verplicht daarvan aankondiging te doen in een daartoe ter griffie van de arrondissements-regtbank aan te leggen register, mitsgaders in de nieuws-papieren bij art. 28 vermeld.
Indien het verlies vijf en zeventig ten honderd beloopt, is de vennootschap van regtswege ontbonden en zijn de bestuurders persoonlijk en hoofdelijk voor het geheel jegens derden verantwoordelijk voor alle verbindtenissen, welke zij, nadat het bestaan van die vermindering aan hen bekend was of moest bekend zijn, hebben aangegaan.

48. Ten einde de ontbinding, in voege voorschreven, te voorkomen, zal de akte bepalingen kunnen bevatten, tot het oprigten eener reserve-kas, waaruit de ontbrekende penningen geheel of gedeeltelijk kunnen worden aangevuld.
49. Bij de akte mogen geene vaste renten worden bedongen. De uitdeelingen geschieden uit de inkomsten, na aftrek van alle de uitgaven.
Er kan echter worden overeengekomen, dat die uitdeelingen niet meer, dan zekere hoeveelheid, zullen bedragen.
50. De koninklijke bewilliging zal niet worden verleend, ten zij blijke dat de eerste oprigters te zamen ten minste een vijfde van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen; er zal voorts een termijn worden bepaald, binnen welken het overige gedeelte der actien of aandeelen zal moeten geplaatst zijn. Die termijn kan steeds door den Koning, op verzoek der oprigters, worden verlengd.
51. De vennootschap zal haren aanvang niet kunnen nemen, ten ware ten minste tien ten honderd van het gemeenschappelijk kapitaal gestort zij.
52. Indien de werkzaamheden der commissarissen zich blootelijk tot een toezigt over de bestuurders bepalen, en zij alzoo, in geen geval, deel nemen aan eenig beheer, kunnen zij bij de akte worden gemagtigd om de rekeninge en verantwoording der bestuurders, namens de vennoten, op te nemen en goed te keuren.
In het tegenovergesteld geval moet die opneming en goedkeuring door de vennoten, of daartoe bij de akte aangewezen personen, geschieden.
53. Bij vennootschappen van verzekering (...)
54. Bij de akte zal worden bepaald op welke wijze het stemregt door de vennoten zal worden uitgeoefend. Echter zal dezelfde persoon niet meer dan zes stemmen voor zich zelve kunnen uitbrengen, indien de vennootschap uit honderd of meer actien of aandeelen bestaat; en niet meer dan drie stemmen, indien dezelve minder belooft.
Geen bestuurder noch commissaris zal als gemagtigde bij de stemming optreden.
55. De bestuurders zijn verpligt eenmaal 's jaars aan de vennoten opgave te doen van de winsten en verliezen door de vennootschap in het afgelopen jaar gehad of geleden.
Die opgave kan geschieden, het zij in eene algemeene vergadering, het zij door de toezending van eenen staat aan iederen vennoot, hetzij door eene aan de vennoten aangekondigde ter visie ligging der rekening, gedurende zekeren bij de akte bepaalden tijd.
56. Eene ontbondene vennootschap wordt door de bestuurders vereffend, ten ware deswege bij de akte eene andere manier ware voorgeschreven.
De bepaling van art. 35 is te dezen toepasselijk.

Bijlage III. Ontwerp Jolles (1871), § 4 en 5

§ 4. Van het bestuur en toezicht

21. De leden van het bestuur worden benoemd door de algemene vergadering voor niet langer dan vijf jaren.
Zij zijn ten allen tijde herroepelijk.
Zij zijn herkiesbaar, tenzij de statuten dit verbieden.
22. Uiterlijk zes maanden na de bekendmaking in art. 9 voorschreven [een uittreksel van de oprichtingsakte wordt in een dagblad bekendgemaakt], wordt door de algemeene vergadering een bestuur benoemd, onverschillig welke bepalingen de oprichters hieromtrent mogten gemaakt hebben.
23. Wanneer de statuten bepalen, dat alleen of eenige bestuursleden houders zijn van een zeker getal aandeelen, moeten deze óf op naam staan óf, wanneer zij aan toonder luiden, gedeponeerd worden.
Deze aandeelen strekken der vennootschap bij voorrang tot waarborg voor de daden of verzuimen van den bestuurder, hetgeen daarop wordt uitgedrukt.
24. De vennootschap wordt zoowel in als buiten regten door het bestuur vertegenwoordigd behoudens bijzondere bepalingen dienaangaande in de statuten.
Alle stukken die van het bestuur uitgaan, worden door zijne gezamenlijke leden onderteekend, tenzij hieromtrent iets anders bepaald is.
25. Voor de verbindtenissen der vennootschap zijn de leden van het bestuur niet persoonlijk verbonden.
26. Zij zijn jegens de vennootschap verantwoordelijk voor de behoorlijke uitvoering van hetgeen hun is opgedragen en in het algemeen verplicht voor de belangen der vennootschap te zorgen als een goed huisvader, onverschillig of zij al dan niet bezoldiging genieten.
27. Zij zijn, zoowel jegens de vennootschap als jegens derden, hoofdelijk gehouden tot vergoeding van kosten, schaden en interessen voor elke daad of nalatigheid in strijd met deze wet of met de statuten der vennootschap. Van de aansprakelijkheid in de eerste zinsnede van dit Artikel vermeld wordt alleen die bestuurder ontheven welke bewijst dat hij van de aldaar bedoelde onregmatige daden en verzuimen, buiten zijne schuld, geenerlei kennis heeft gedragen, of wel zich daartegen heeft verzet, onder kennisgeving aan de eerstvolgende algemeene vergadering.

28. De Artt. 23, 24, 25, 26 en 27 zijn toepasselijk op de leden van het voorloopig bestuur.
29. Het bestuur doet op de gewone, jaarlijksche algemeene vergadering rekening en verantwoording, onder overlegging van een volledigen staat van alle roerende en onroerende eigendommen, schulden en inschulden der vennootschap, waarbij de waarde in geld wordt uitgedrukt.
De rekening ligt met den bovengemelden staat gedurende den tijd dat het kantoor geopend is, minstens veertien dagen vóór de algemeene vergadering, op elk kantoor der vennootschap voor de vennoten kosteloos ter inzage; zij kunnen van deze stukken voor hunne rekening een afschrift vorderen.
30. Tenzij de statuten anders bepalen, is het bestuur bevoegd tot het uitschrijven van alle storting boven het in Art. 4 vermelde bedrag [bij oprichting wordt 10% op een aandeel gestort].
31. Zoodra het blijkt dat het maatschappelijk kapitaal een verlies van vijftig ten honderd heeft ondergaan, roept het bestuur eene algemeene vergadering bijeen, ten einde over den toestand der vennootschap te raadplegen. Bedraagt het verlies vijf en zeventig ten honderd, dan wordt zulks daarenboven door het bestuur openbaar gemaakt.
32. Bij zamensmelting van vennootschappen maakt ieder bestuur een volledigen staat op van alle roerende en onroerende eigendommen, schulden en inschulden der vennootschap, waarbij de waarde in geld wordt uitgedrukt. Deze staat ligt, gedurende den tijd dat het kantoor geopend is, minstens veertien dagen vóór de algemeene vergadering die tot de zamensmelting kan besluiten, op elk kantoor der vennootschappen voor de vennoten kosteloos ter inzage; zij kunnen daarvan voor hunne rekening een afschrift vorderen.
Het bestuur van elk de zamen te smelten vennootschappen draagt zorg dat het kapitaal afgescheiden blijft totdat alle schuldeischers zijn voldaan, zekerheid hebben ontvangen of met de zamensmelting genoeg hebben genomen.
33. Wanneer in de statuten is vastgesteld dat er een of meer commissarissen zullen zijn, gelden te hunnen aanzien de volgende bepalingen:
 1. zij worden gekozen door de algemeene vergadering, telkens voor niet langer dan één jaar, uit de vennoten of daarbuiten; aan deze stemming wordt geen deel genomen door de leden van het bestuur.
 2. zij zijn herroepelijk en herkiesbaar;
 3. zij oefenen toezigt uit, geen beheer;
 4. zij zijn ten allen tijde bevoegd kennis te nemen van den gang van zaken, de boeken in te zien en den staat der kas te onderzoeken;
 5. zij brengen jaarlijks een omstandig verslag uit aan de gewone algemeene vergadering;

6. zoo vaak zij dit noodig oordeelen, verzoeken zij het bestuur eene algemeene vergadering bijeen te roepen.
Wordt aan hun schriftelijk, met redenen omkleed verzoek binnen een en twintig dagen geen gevolg gegeven, zoo kunnen zij zelven tot die bijeenroeping overgaan.

§ 5. Van de algemeene vergaderingen

34. De algemeene vergadering van aandeelhouders wordt bijeengeroepen door het bestuur of het voorlopig bestuur of de vereffenaars.
Op schriftelijk, met redenen omkleed verzoek der houders van minstens een tiende van het maatschappelijk kapitaal, zijn het bestuur of het voorlopig bestuur of de vereffenaars tot bijeenroeping verplicht.
Wordt aan dit verzoek binnen een en twintig dagen geen gevolg gegeven, zoo kunnen zij zelve tot die bijeenroeping overgaan.
35. De bijeenroeping geschiedt door minstens twee aankondigingen in de nieuwsbladen.
Van de eerste aankondiging tot den dag der vergadering is eene tusschenruimte van minstens veertien en hoogstens een en twintig dagen.
De punten van behandeling worden in de aankondiging vermeld.
Omtrent de onderwerpen niet op deze wijze aangekondigd kan geen besluit worden genomen.
Het bestuur of voorloopig bestuur zorgt dat het ter vergadering verhandelde worde opgeteekend in een doorlopend register, waarvan ieder vennoot kosteloos inzage en voor zijne rekening afschrift of uittreksel kan ontvangen.
36. Tenzij de statuten anders bepalen, geeft ieder aandeel bevoegdheid tot het uitbrengen van ééne stem.
Men stemt zoowel bij gemagtigde als in persoon.
Geen bestuurder, voorloopig bestuurder, vereffenaar of commissaris kan als gemagtigde bij de stemming optreden.
De besluiten worden genomen bij meerderheid van uitgebragte stemmen, tenzij in die gevallen waarin door de wet of door de statuten een grooter aantal stemmen wordt vereischt.
De leden van het bestuur of het voorloopig bestuur of de vereffenaars nemen geen deel aan stemming over de rekening en verantwoording, noch over voorstellen die hen persoonlijk betreffen.
37. Jaarlijks belegt het bestuur minstens ééne algemeene vergadering, op den tijd in de statuten daartoe aangewezen, en bij gebreke van zoodanige aanwijzing, binnen drie maanden na sluiten van het boekjaar.
38. Tot wijziging der statuten wordt niet besloten dan in eene algemeene vergadering waar minstens de helft van het kapitaal vertegenwoordigd is. Bereikt men dit cijfer niet, zoo wordt eene tweede algemeene vergadering

belegd, die wettig besluit, onverschillig welk bedrag van het kapitaal vertegenwoordigd is.

Geene wijziging wordt aangenomen tenzij twee derden van het aantal uitgebragte stemmen zich daarvóór hebben verklaard. De statuten kunnen echter tot wijziging van sommige bepalingen eene grootere meerderheid vereischen.

Tot verandering van het voorwerp der onderneming, tot zamensmelting met eene andere vennootschap, tot ontbinding der vennootschap of tot verlenging van den tijd waarvoor zij is aangegaan, wordt niet dan met eenparigheid der uitgebragte stemmen besloten, tenzij de statuten bepalen dat eene meerderheid van minstens twee derden der uitgebragte stemmen tot alle of eenige dezer besluiten genoegzaam is.

39. Van elk besluit eener algemeene vergadering die minder dan de helft van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigt, kunnen zoowel het bestuur als de houders van minstens een tiende van het kapitaal in hooger beroep komen bij eene volgende vergadering. De eerste aankondiging tot bijeenroeping dezer vergadering geschiedt binnen een en twintig dagen na het bestreden besluit, hetwelk zoolang onuitgevoerd blijft.

Tegen de uitspraak in hooger beroep is geen verder verzet mogelijk, onverschillig welk bedrag van het kapitaal in die laatste vergadering vertegenwoordigd was.

Bijlage IV. Ontwerp Kist (1890), § 4–7

§ 4. Algemeene Vergadering

71. Aan de algemeene vergadering van aandeelhouders behoort, binnen de door de akte gestelde grenzen, alle bevoegdheid die niet aan het bestuur, aan de commissarissen of aan anderen is toegekend.
Tot het wijzigen der akte zelve is zij alleen dan bevoegd, wanneer haar bij de akte deze bevoegdheid uitdrukkelijk is toegekend.
Indien deze bevoegdheid in het algemeen is toegekend, betreft zij alle bepalingen der akte, ook die welke als de grondslagen der vennootschap moeten worden aangemerkt.
72. In de algemeene vergadering wordt, indien de aandelen zijn van gelijk nominaal bedrag, voor elk aandeel ééne stem uitgebracht, en is bij verschil van nominaal bedrag de omvang van het stemrecht aan dat bedrag evenredig.
73. Bestuurders en commissarissen mogen in die hoedanigheid geen stem uitbrengen in de algemeene vergadering van aandeelhouders.
74. De aandeelhouders kunnen zich bij schriftelijke volmacht doen vertegenwoordigen, ook door personen die zelve geene aandeelhouders zijn.
75. Voor de aandelen van commissarissen en bestuurders mag geene stem worden uitgebracht, wanneer het zaken geldt waarbij zij in die hoedanigheid een persoonlijk belang hebben.
76. Alle aandeelhouders, ook zij die volgens de akte geen stemrecht hebben, zijn bevoegd de algemeene vergaderingen bij te wonen en daarin het woord te voeren.
77. De besluiten der algemeene vergadering worden genomen bij volstreekte meerderheid der uitgebrachte stemmen.
Tot wijziging der akte en tot ontbinding der vennootschap vóór of hare voortzetting na den bepaalden tijd, wordt eene meerderheid van twee derden der uitgebrachte stemmen vereischt.
Van de in het tweede lid van dit artikel bedoelde besluiten wordt een notariëel proces-verbaal opgemaakt.
78. Bij stemming met biljetten worden de niet ingevulde onder de uitgebrachte stemmen niet medegeteld.
Bij staking van stemmen over personen beslist het lot.
79. Jaarlijks wordt ten minste ééne algemeene vergadering gehouden.

- 80.** Behoudens ruimere toekenning bij de akte van het recht tot bijeenroeping der algemeene vergadering, zijn tot die bijeenroeping zoowel het bestuur, als het college van commissarissen bevoegd.

Op schriftelijke aanvraag van houders van aandelen, ten minste één tiende van het vennootschappelijk kapitaal, waarvoor deelgenomen is, of een zooveel geringer bedrag, als bij de akte zal zijn bepaald, vertegenwoordigende, is het bestuur verplicht eene algemeene vergadering te doen houden binnen ééne maand na ontvangst der aanvraag, en zulks met een termijn van oproeping van ten minste tien dagen.

Indien het bestuur in gebreke blijft de oproeping te doen en van de aanvraag tijdig schriftelijke mededeeling aan commissarissen is geschied, zijn dezen verplicht zelve de oproeping te doen, zóódat de vergadering uiterlijk zes weken na de ontvangst der aanvraag door het bestuur, kan gehouden worden.

Blijven ook de commissarissen in gebreke aan de aanvraag gevolg te geven, dan kunnen zij, die haar hebben gedaan, krachtens machtiging der rechtbank van het arrondissement, binnen welker gebied de naamlooze vennootschap haren zetel heeft, zelve de oproeping doen, met inachtneming van den vorm en de termijnen daarbij bepaald.

De rechterlijke machtiging wordt verleend, indien de aanvragers van hunne bevoegdheid tot het doen der aanvraag en van het niet voldoen daaraan hebben doen blijken, en wordt tegelijk met de oproeping ter kennis van de aandeelhouders gebracht.

De op deze wijze gedane oproeping is rechtsgeldig, ook indien mocht blijken dat de machtiging ten onrechte verleend was.

Het recht van aanvraag en oproeping, in dit artikel toegekend, kan, met inachtneming van het hiervoren bepaalde, door iederen aandeelhouder worden uitgeoefend, indien het bestuur en het college van commissarissen in gebreke zijn gebleven eene bij de akte of bij artikel 79 voorgeschrevene algemeene vergadering bijeen te roepen.

- 81.** De oproeping geschiedt, wanneer de aandelen alle of gedeeltelijk aan toonder luiden, door middel der in artikel 49^f bedoelde nieuwsbladen. De te behandelen onderwerpen worden daarbij vermeld en de termijn van oproeping is van ten minste tien dagen.

Een besluit tot het verlenen van décharge aan het bestuur kan niet worden genomen, zoo het niet bij de oproeping vermeld is, tenzij alle aandeelhouders in de vergadering tegenwoordig of vertegenwoordigd zijn.

- 82.** Alle besluiten, houdende benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, worden, binnen acht dagen nadat zij zijn genomen, openbaar gemaakt door middel der in artikel 49^f bedoelde nieuwsbladen, en aangegeven ter inschrijving in het handelsregister.

Ieder bestuurder is, alvorens handelend op te treden, verplicht zijne handteekening openbaar te maken, hetzij door teekening ten overstaan van den ambtenaar, met het houden van het handelsregister belast, op eene daarvan door dezen op te maken akte, waarin de teekening is gesteld. Van deze overlegging wordt mede door genoemden ambtenaar eene akte opgemaakt.

Hij die verzuimt aan een der voorschriften van dit artikel te voldoen, wordt gestraft met eene boete van ten hoogste honderd gulden, en indien hij ook, na tot betaling van die boete onherroepelijk te zijn veroordeeld of het maximum dier boete en de kosten vrijwillig te hebben betaald, aan zijne verplichting niet voldoet, met eene boete van ten hoogste vijf en twintig gulden voor elke ingegane week verzuim.

83. De rechtsgeldigheid van handelingen of besluiten van de algemeene vergadering, van het bestuur of van commissarissen kan afhankelijk gemaakt worden van de medewerking of toestemming van derden, mits het daaromtrent bepaalde in de akte wordt opgenomen.

§ 5. Bestuurders

84. De benoeming en het ontslag der bestuurders en de vaststelling hunner bezoldiging geschieden door de algemeene vergadering.
85. De algemeene vergadering is te allen tijde bevoegd bestuurders te ontslaan, ook indien de aanstelling voor een bepaalden tijd heeft plaats gehad.
Wordt zoodanig ontslag gegeven zonder gegronde redenen en in strijd met aangegane bedingen, dan heeft de ontslagene recht op schadeloosstelling, tot een bedrag door den rechter te bepalen.
Als gegronde redenen worden beschouwd zoowel die welke bij het beding als zoodanig zijn aangewezen, als die welke naar 's rechters oordeel genoegzaam gewichtig zijn.
86. Alleen natuurlijke personen zijn tot bestuurders eener naamlooze vennootschap benoembaar.
Ook zij, die geen aandeelhouders zijn, kunnen tot bestuurders worden benoemd.
87. Tot vestiging van pandrecht ten behoeve der vennootschap op aandeelen van bestuurders, ter verzekering van de nakoming hunner verplichtingen als zoodanig, is voldoende, voor de aandeelen aan toonder, hunne inbewaarneming ter plaatse voor gerechtelijke consignatiën aangewezen of op eene andere bij de akte bepaalde plaatse, en voor die op naam, eene aanteekening in het register van aandeelhouders in den door de akte bepaalden vorm.
88. De bepalingen van het Burgerlijk Wetboek omtrent lastgeving zijn op de bestuurders van toepassing.

Zij hebben, ook zonder uitdrukkelijke lastgeving, de bevoegdheid bedoeld in het tweede lid van artikel 1833 Burgerlijk Wetboek. [Art. 1833 BW: ‘Om goederen te vervreemden, of met hypotheek te bezwaren, om eene dading aan te gaan, of om eenige andere daad van eigendom te verrigten, wordt eene uitdrukkelijke lastgeving vereischt.]

Bepierking hunner bevoegdheid werkt tegenover derden alleen, voor zoo-veel die in de akte opgenomen en op de door deze wet voorgeschreven wijze openbaar gemaakt is.

89. Bij het bestuur berust de bevoegdheid om storting op de aandeelen uit te schrijven.
90. Tot het nemen van een geldig besluit door het bestuur wordt de toestemming van de meerderheid der bestuurders vereischt.
Tegenover derden wordt de vennootschap door ieder der bestuurders afzonderlijk vertegenwoordigd.
91. Het bestuur doet jaarlijks aan de algemeene vergadering van aandeelhouders rekening en verantwoording omtrent het gevoerde beheer, onder overlegging van eene overeenkomstig de bepalingen van artikel 69 ingerichte balans.
De balans ligt, ten minste tien dagen vóór den dag der algemeene vergadering, waaraan zij ter goedkeuring wordt onderworpen, ten kantore der vennootschap voor de aandeelhouders ter inzage.
92. Allen die, zonder tot de bestuurders der vennootschap te behooren, hetzij krachtens eene bepaling der akte, hetzij krachtens besluit der algemeene vergadering, daden van bestuur verrichten, worden te dien aanzien, wat hunne aansprakelijkheid zoo tegenover de vennootschap, als tegenover derden betreft, als bestuurders aangemerkt.

§ 6. Commissarissen

93. Het toezicht op het bestuur kan worden opgedragen aan commissarissen. Hun werkkring kan bij de akte tot daarbij bepaalde daden van bestuur en zelfs tot tijdelijke waarneming van het bestuur worden uitgebreid.
Aan een of meer hunner kan bij de akte een afzonderlijke werkkring worden toegekend.
94. Rechtsgedingen, krachtens besluit der algemeene vergadering door de vennootschap tegen bestuurders te voeren worden, ten name der vennootschap, gevoerd door de commissarissen of zoodanige andere personen als daartoe door de algemeene vergadering worden aangewezen.
Ook voordat tot het voeren van zoodanig rechtsgeding besloten is, zijn commissarissen bevoegd tot het nemen van alle conservatoire maatregelen tegen de bestuurders.
95. Het bij de artikelen 84, 85, 86, 87, 88 eerste lid, en 90 eerste lid omtrent bestuurders bepaalde, is ook op commissarissen van toepassing.

§ 7. Waarborgen voor goed beheer

96. Ieder aandeelhouder is gerechtigd, de aansprakelijkheid tot vergoeding van schade, die op een bestuurder of commissaris tegenover de vennootschap rust, voor zijn aandeel tegen dien bestuurder of commissaris te doen gelden, voorzover niet die schade reeds aan de vennootschap is vergoed. Van die bevoegdheid kan geen gebruik worden gemaakt dan na het houden der algemeene vergadering, bestemd ter behandeling der rekening en verantwoording der bestuurders over het jaar waarin de schade is toegebracht.
97. Ook indien de bestuurder of commissaris door een besluit der algemeene vergadering van zijne verbintenis wegens aan de vennootschap toegebrachte schade ontslagen is, is ieder aandeelhouder, die bij de stemming in de algemeene vergadering tot de minderheid heeft behoord en daarvan aantekening heeft doen houden in het proces-verbaal of de notulen dier vergadering, bevoegd, uiterlijk binnen ééne maand na den dag der vergadering, de in het eerste lid van het vorig artikel bedoelde vordering tegen den bestuurder of commissaris in te stellen.
Het bewijs, zoowel van de geleden schade als van de aansprakelijkheid daarvoor van den bestuurder of commissaris, rust op den aandeelhouder.
98. Een bestuur of commissaris, die de wet of de akte overtreedt, is, onverminderd zijne aansprakelijkheid tegenover de vennootschap, ook tegenover derden aansprakelijk voor de schade, die dezen ten gevolge dier overtreding lijden.
Indien de overtreding door meer dan één geschiedt, is deze aansprakelijkheid eene hoofdelijke.
Indien de overtreding geschiedt door het bestuur of door het college van commissarissen als zoodanig, zijn alle leden van dat bestuur of van dat college daarvoor aansprakelijk, met uitzondering van hen die bewijzen daartoe niet te hebben medegewerkt.
99. Een bestuurder, of commissaris, die kennis draagt van eene overtreding als in het vorig artikel bedoeld, is verplicht de binnen zijn bereik liggende maatregelen te nemen, waardoor de gevolgen daarvan kunnen worden afgewend, en van de overtreding zoo spoedig mogelijk mededeeling te doen aan het college van commissarissen, of, indien er geen commissarissen zijn, of wel indien het eene overtreding geldt van het college van commissarissen zelf, aan eene daartoe door hem te beleggen algemeene vergadering. Bij gebreke daarvan is ook hij tegenover derden aansprakelijk voor de schade door zijn verzuim veroorzaakt.
Voor de toepassing van dit artikel wordt de bestuurder of commissaris geacht kennis te hebben gedragen van elke overtreding, die hem bij behoorlijke waarneming zijner betrekking niet onbekend zou gebleven zijn.

100. Op schriftelijk verzoek van houders van aandeelen, ten minste één tiende van het vennootschappelijk kapitaal, waarvoor deelgenomen is, of een zooveel geringer bedrag, als bij de akte zal zijn bepaald, vertegenwoordigende, kan de arrondissements-rechtbank, binnen wier gebied de naamlooze vennootschap haren zetel heeft, een of meer personen benoemen tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en den gang der zaken van de vennootschap, hetzij in haren geheelen omvang, hetzij met betrekking tot een deel daarvan of tot een bepaald tijdvak.

Het verzoek wordt met redenen omkleed. Daarbij moet blijken dat de verzoekers zich te vergeefs tot het bestuur hebben gewend.

De rechtbank beschikt op het verzoek in raadkamer, na de bestuurders en ook de commissarissen, zoo die er zijn, te hebben gehoord of behoorlijk opgeroepen.

Bij de beschikking kan worden bepaald, dat de verzoekers zekerheid zullen hebben te stellen voor de voldoening der op het onderzoek vallende kosten.

Hooger beroep is niet toegelaten.

Bij het aangaan van geldleening door uitgifte van obligatiën aan toonder, kan aan de houders van een bij die uitgifte bepaald bedrag der obligatiën of aan hunne overeenkomstig de voorwaarden dier uitgifte benoemde vertegenwoordigers een gelijk recht worden verleend, als bij het eerste lid van dit artikel aan aandeelhouders is toegekend.

101. Ieder bestuurder, commissaris, beambte of bediende der vennootschap is, voor zooveel van hem afhangt, verplicht, aan de door de rechtbank benoemde personen toegang te verleen tot de alle kantoren en inrichtingen der vennootschap, hun de boeken met alle daarbij behoorende bescheiden open te leggen en hun alle waarden der vennootschap te vertoonen.

102. Het verslag van de uitkomst van het onderzoek wordt nedergelegd ter griffie van de rechtbank ter inzage van ieder aandeelhouder, die daarvan bovendien te zijnen koste afschrift kan ontvangen.

De kosten van het onderzoek komen ten laste der verzoekers, tenzij de rechtbank, hetzij bij de in artikel 100 vermelde beschikking, hetzij na kennisneming van het verslag, bepale dat zij zulle worden gedragen door de vennootschap, of door bestuurders of commissarissen of een of meer hunner in privé.

Dankwoord

Tal van personen hebben op uiteenlopende wijze bijgedragen aan deze studie. Mijn dank gaat uit naar Rients Abma, Asher Rare Books, Bastiaan Assink, Jaap Barneveld, Bart Bootsma, Willem Calkoen, Andreas Fleckner, Oscar Gelderblom, Stefania Gialdroni, Ron Harris, Wilhelm Hartung, Jeroen Huber, Abe de Jong, Jelte de Jongh, Joost Jonker, Hein de Kort, Cherelt Kroeze, Asta en Manuel Lokin, Wouter Kuijpers, Frans Overkleeft, Joost Pikkemaat, Martijn Punt, Sierd Schaafsma, Michael Schouten, Rory Smith, Arie Tervoort, Tom Toro en Inge bij de Vaate.

Martine Bijkerk en Sven Dumoulin hebben mij in mijn eerste werkzame jaren niet alleen veel geleerd, maar hebben in mij vooral ook de interesse in het vennootschapsrecht gewekt.

Het is een voorrecht om in een stimulerende omgeving als het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad te werken. De inspirerende collega's, de breedte en diepgang van het dagelijks werk en de cultuur die publiceren aanmoedigt bieden een onderzoekshabitat die weinigen gegeven is. Daartoe droeg vooral Alexander Schild bij, drijvende en bindende kracht in het WB en meest veelzijdige jurist van mijn generatie. Mijn dank gaat uit naar het steeds wisselende bibliotheekteam van vrolijke, kundige en behulpzame medewerkers die mij geholpen hebben aan tal van bronnen die ik zelf nooit had kunnen bemachtigen.

Ik ben veel dank verschuldigd aan de promotiecommissie en mijn beide promotoren. De vakgroep rechtsgeschiedenis onder leiding van Jan Lokin heeft mij tijdens mijn Groningse studie als jurist gevormd. Het was een gelukkig toeval dat Jan Lokin mij jaren later als promotor kon begeleiden. Vino Timmerman wist mij tot mijn onderzoek te verleiden. De inspirerende manier waarop je mijn onderzoek hebt begeleid en de kruisbestuiving tussen het dagelijks werk en dit onderzoek zijn van onschatbare waarde geweest.

Dat geldt ook voor de steun in velerlei vorm van mijn beide ouders. Terwijl mijn moeder bijsprong om alle bordjes in de lucht te houden, zette mijn vader zich aan een minutieuze correctie van het manuscript en wist hij duizend-en-één fouten te herstellen.

Hoe vierjarige Esther haar vader aan het denken zet: 'Ik ga je niet storen, papa, en je niet vragen of je komt spelen. Want anders krijg je je boek niet af en kan je niet met me spelen.' Het boek is nu af, lieve Arthur, Nienke en Esther, tijd om jullie verwachtingen in te lossen. Mijn grootste dank gaat uit naar Katharina. Zonder jouw aanmoediging, steun en geduld was ik niet aan mijn onderzoek begonnen, had ik het niet kunnen voortzetten en niet kunnen voltooien. Aan jullie vieren is dit boek opgedragen.

Curriculum vitae

Matthijs de Jongh werd op 19 augustus 1974 geboren in Amsterdam. Hij behaalde in 1992 zijn VWO-diploma aan het Vossius Gymnasium in Amsterdam. Na een tussenjaar in Frankrijk studeerde Matthijs van 1993 tot 1999 Nederlands recht (hoofdrichting privaatrecht) en notarieel recht aan de Rijksuniversiteit Groningen. Als student-assistent gaf hij werkgroeponderwijs rechtsgeschiedenis. In het kader van zijn afstudeerscriptie verrichtte Matthijs onderzoek aan de *Georg August Universität* in Göttingen. Hij was van 1999 tot 2005 kandidaat-notaris in Amsterdam. Sinds 2005 is hij verbonden aan het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad.

In 2009 kreeg hij een beurs van het *Millstein Center for Corporate Governance and Performance (Yale University)* voor zijn onderzoek naar aandeelhoudersactivisme bij de VOC. Met A.J.P. Schild en L. Timmerman schreef hij in 2010 een preadvies voor de Nederlandse Juristen-Vereniging over maatschappelijke varianten van rechtsvormen in Boek 2 BW. Sinds 2012 is hij secretaris van de Commissie Vennootschapsrecht.

UITGAVEN VANWEGE HET INSTITUUT VOOR ONDERNEMINGSRECHT,
RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN EN ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

1. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. W.J. Slagter, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Geschillen in de onderneming, 1984.
2. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. P.J. Dortmond, mr. P.C. van den Hoek, mr. H.L.J. Roelvink, prof. mr. H.J.M.N. Honée. De nieuwe misbruikwetgeving, 1986.
3. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Misbruik van rechtspersonen, 1986.
4. Mr. L. Timmerman, Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, 1988.
5. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. M.R. Mok, prof. mr. E. Aardema, Aandelen, 1988.
6. Mr. S.M. Bartman, Concernbeleid en aansprakelijkheid, 1989.
7. Mr. J.B. Huizink, Bestuurders van rechtspersonen, 1989.
8. Mr. A.F.M. Dorresteijn, Tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen, 1989.
9. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. C.A. Boukema, mr. H.J.M.N. Honée, mr. H.L.J. Roelvink, mr. A.L. Mohr, prof. mr. P. van Schilfgaarde, Piercing Van Schilfgaarde, 1990.
10. Mr. B.H.A. van Leeuwen, Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, 1990.
11. Prof. mr. W.J. Slagter, mr. Karin C. Th. Schouwenberg, mr. A.G. van Solinge, mr. A.L. Mohr, prof. dr. L.G.M. Stevens, mr. A.J.S.M. Tervoort, mr. M.E. Koppenol-Laforce, Aspecten van het EESV, 1990.
12. Mr. J.N. Schutte-Veenstra, Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG, 1991.
13. Mr. B.T.M. Steins Bisschop, De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen, 1991.
14. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. H.J.M.N. Honée, mr. S.E. Eisma, prof. dr. H.P. Westermann, mr. M.W. den Boogert, mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P.F. van der Heijden, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Ondernemingsrechtelijke contracten, 1991.
15. Mr. J.W. Winter, Concernfinanciering, 1992.
16. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. S.E. Eisma, prof. G.K. Morse, mr. L.H. Slijkhuis, prof. mr. A.L. Mohr en mr. T. Drion, De dubbelrol in het vennootschapsrecht, 1993.
17. Dr. R.H. van het Kaar, Medezeggenschap bij fusie en ontvlechting, 1993.
18. Mr. J.W. Winter, mr. drs. H. Langman, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, mr. H.J.M.N. Honée, Beschouwingen over concernfinanciering, 1993.
19. Mr. J.M. Blanco Fernández, De raad van commissarissen bij nv en bv, 1993.
20. Mr. G.M. ter Huurne, Nieuwe regels voor de levering van aandelen op naam, 1994.
21. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Meldingsplicht voor beursvennootschappen, 1994.
22. Mr. R.C. van Dongen, Identificatie in het rechtspersonenrecht, 1995.
23. Mr. M.Y. Nethe, De ontbinding van lege besloten en naamloze vennootschappen, 1995.
24. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.C. van den Hoek, mr. D.C. Buijs, prof. mr. drs. H.P.J. Ophof, prof. mr. drs. H. Beckman en mr. J.W. Winter, Knelpunten in de vennootschapswetgeving, 1995.
25. Prof. mr. H. Beckman, De jaarrekeningvrijstelling voor afhankelijke groepsmaatschappijen, 1995.
26. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. W.D.H. Asser, mr. J.B. Huizink, mr. O.L.O. deWitt Wijnen, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. drs. H. Beckman, Rechtspleging in het ondernemingsrecht, 1997.

27. Mr. W.J. Oostwouder, Management Buy-out, 1996.
28. Mr. H.E. Boschma, De eenpersoons-bv, 1997.
29. Mr. J.B. Wezeman, Aansprakelijkheid van bestuurders, 1998.
30. Prof. mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. dr. E. Wymeersch, mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.B. Huizink, Corporate Governance vòòr juristen, 1998.
31. Mr. S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen, 1999.
32. Mr. M.L. Lennarts, Concernaansprakelijkheid, 1999.
33. Mr. M. Koelemeijer, Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen, 1999.
34. Mr. E.E.G. Gepken-Jager, Vertegenwoordiging bij NV en BV, 2000.
35. Peter van Schilfgaarde Select, 2000.
36. Prof. mr. J.W. Winter, mr. J.-W.G. Vink, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. mr. S.E. Eisma, prof. mr. S. Perrick, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. L. Timmerman, De beursvennootschap, 2001.
37. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking, 2001.
38. Mr. Th. Groenewald, Doeloverschrijding bij NV en BV, 2001.
39. Mr. G.N.H. Kemperink, Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten, 2002.
40. Mr. L.J. Hijmans van den Bergh, prof. mr. Gerard van Solinge, mr. T. de Waard, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.J. de Kluiver, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. E.D.G. Kiersch, prof. Jonathan Rickford, Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, 2003.
41. Marius Josephus Jitta, Vino Timmerman, Guus Kemperink, Richard Norbruis, Anthony Driessen, Peter van der Zanden en Huub Willems, The Companies and Business Court from a comparative law perspective, 2003.
42. Mr. B. Bier, Uitkeringen aan aandeelhouders, 2003.
43. Mr. M. Meinema, Dwingend recht voor de besloten vennootschap, 2003.
44. LT, Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman, 2003.
45. Mr. M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, 2004.
46. Mr. P.G.F.A. Geerts, Enkele formele aspecten van het enquêterecht, 2004.
47. Mr. M.L. Lennarts en mr. J.N. Schutte-Veenstra, Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht, 2004.
48. Mr. K.I.J. Visser, Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam, 2004.
49. Mr. J.G. Groeneveld-Louwerse, Publieke wenselijkheid of private beleidsvrijheid, 2004.
50. Mr. Hanny Schutte-Veenstra, mr. Hylde Boschma, prof. mr. Marie-Louise Lennarts, Alternative systems for capital protection 2005.
51. Prof. mr. Peter van Schilfgaarde, mr. Hanny Schutte-Veenstra, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. L. Timmerman, mr. Brian Mezas, prof. mr. Jan Berend Wezeman, mr. Ellen Kiersch, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. Harm-Jan de Kluiver, Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, 2005.
52. Mr. S. Parijs, Fairness opinions and liability, 2005.
53. Mr. J.B.W.M. Kemperink, Vraagstukken rond (terug)storting op nv/bv-aandelen en van coöperatierecht, 2006.
54. Mr. A. Haan-Kamminga, Supervision on takeover bids, 2006.
55. Mr. dr. H.H. Voogsgeerd, Corporate Governance Codes, Markt- of rechtsarrangement?, 2006.
56. Xiaoning Li, A comparative study of shareholders' derivative actions, 2007.
57. Prof. mr. Hans Beckman, Mr. Herman L. Kaemingk, Mr. drs. Charles Honée, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. A.F. Verdam, Prof. mr. Maarten Kroeze, Prof. mr. Jan Berend Wezeman, Mr. Barbara Bier, Prof. mr. Jaap Winter, Prof. mr. M.W. den Boogert, De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, 2007.

58. Mr. M.A. Verbrugh, Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers, 2007.
59. Mr. drs. B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, 2007.
60. Mr. A.G.H. Klaassen, Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders, 2007.
61. Mr. M.L.H. Reumers, Samengevoegde afwikkeling van faillissementen, 2007.
62. Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert, 2008.
63. Mr. S.N. de Valk, Aansprakelijkheid van leidinggevend. Naar privaatrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke maatstaven, 2009.
64. Mr. A. van der Krans LLM, De virtuele aandeelhoudersvergadering, 2009.
65. Prof. dr. K. Cools RA, Mr. P.G.F.A. Geerts, Prof. mr. M.J. Kroeze, Mr. drs. A.C.W. Pijls, Het recht van enquête, een empirisch onderzoek, 2009.
66. Prof. dr. Thomas Blanke, dr. Edgar Rose, dr. Herman Voogtsgeerd, prof. dr. Wijnand Zondag, Recasting Worker Involvement?, 2009.
67. Prof. mr. M.J. Kroeze, Dr. E.M.H. Hirsch Ballin, Dr. A.H.G. Rinnooy Kan, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. M. van Olffen, Mr. M. Holtzer, Prof. dr. M. Wyckaert, Prof. dr. K. Geens, Prof. mr. J.B. Wezeman, Prof. mr. M.L. Lennarts, Mr. P.D. Olden, Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Bestuur en toezicht, 2009.
68. Mr. H. Koster, De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief, 2009.
69. Mr. F. Veenstra, Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht, 2010.
70. Mr. B. Snijder-Kuipers, Omzetting als rechtsvormwijziging, 2010.
71. Europees ondernemingsrecht: 50 jaar na Sanders' Europese NV, 2010.
72. Mr. P.P. de Vries, Exit rights of minority shareholders in a private limited company, 2010.
73. Mr. D.A.M.H.W. Strik, Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid, 2010.
74. Mr. J.B.S. Hijink, Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, 2010.
75. Mr. J.B.S. Hijink en Mr. M.A. Verbrugh e.a., Grensoverschrijdend ondernemen na Cartesio, 2010.
76. Prof. mr. B.F. Assink e.a., Evolutie van het bestuurdersaansprakelijkheidsrecht, 2011.
77. Mr. T.E. Lambooy, Corporate Social Responsibility, 2010.
78. Mr. H.M. Punt, Het vennootschapsrecht van Holland, 2010.
79. Mr. M.J. van Ginneken, Vijandige overnames, 2010.
80. Prof. mr. M.J. Kroeze, Prof. mr. J.B. Wezeman, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. B.F. Assink, Prof. mr. J.W. Winter, Prof. mr. L.G. Verburg, Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Mr. drs. H.H. Kersten, Prof. mr. W.J.M. van Veen, Mr. P. Glazener, Prof. mr. H. Beckman, SamenWerken in het ondernemingsrecht, 2011.
81. Mr. drs. I.S. Wuisman, Een Nederlandse personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid: wenselijk?, 2011.
82. Qiuju Wang, Exit remedies for minority shareholders in close companies, 2011.
83. Mr. M. Mussche, Vertrouwen op informatie bij bestuurlijke taakvervulling, 2011.
84. Prof. mr. L. Timmerman, Harry Honée-bundel, 2011.
85. Mr. W.J.L. Calkoen, The One-Tier Board in the changing and converging world of corporate governance, 2012.
86. Mr. J.G.C.M. Galle, Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research, 2012.
87. Mr. drs. T.M.C. Arons, Cross-border enforcement of listed companies' duties to inform, 2012.
88. Mr. M.C. Schouten, The Decoupling of Voting and Economic Ownership, 2012.
89. Mr. A.J.M. Klein Wassink, Toetsing van besluiten in het rechtspersonenrecht, 2012.
90. Mr. drs. N.J.M. van Zijl, The Importance of Board Independence – A Multidisciplinary Approach, 2012.
91. Mr. A.J.P. Schild, De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht, 2012.

92. Mr. G.N.H. Kemperink, Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen, 2013.
93. Mr. A.J.S.M. Tervoort, Het bestuursverbod bij de commanditaire vennootschap, 2013.
94. Mr. J.M. de Jongh, Tussen *societas* en *universitas*. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief, 2014.